

## Provincia de Mendoza

### Informe de actualización

#### Calificaciones

##### Emisor

Largo Plazo en escala nacional	BBB-(arg)
Corto Plazo en escala nacional	A3(arg)

##### Títulos calificados

Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase 1 por \$ 5.219 millones	BBB-(arg)
Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2020 por \$4.537 millones	A3(arg)

##### Perspectiva / Rating Watch

Rating Watch Negativo

#### Información Financiera

Provincia de Mendoza	31 Dic 2019 p	31 Dic 2018 p
Ingresos Operativos (\$mill)	130.832	91.034
Deuda Consolidada (\$mill)	73.073	48.062
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	7,1	15,4
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	8,9	11,3
Deuda/ Balance Corriente (x)	-184,4	6,6
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	0,96	2,1
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	9,5	10,7
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	(9,6)	(1,6)

\* p – datos provisorios

Gasto Total: incluye amortizaciones de deuda

Fuente: Provincia de Mendoza

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afiliada a Fitch Ratings" –en adelante FIX.

#### Informes relacionados

[Provincia de Mendoza, Abr.27, 2020.](#)

[Perspectiva sector de sub-soberanos, Sep.17, 2019](#)

[El dilema de los sub-soberanos ante la reestructuración Argentina de deuda, Mar.12, 2020](#)

[Impacto del COVID-19 en los Sub-soberanos, Abr.02, 2020](#)

#### Analistas

##### Analista Principal

Diego Estrada  
Director Asociado  
+54 11 5235-8126  
[diego.estrada@fixscr.com](mailto:diego.estrada@fixscr.com)

##### Analista Secundario

Cintia Defranceschi  
Director  
+54 11 5235-8143  
[cintia.defranceschi@fixscr.com](mailto:cintia.defranceschi@fixscr.com)

##### Responsable del Sector

Mauro Chiarini  
Director Senior  
+54 11 5235-8140  
[mauro.charini@fixscr.com](mailto:mauro.charini@fixscr.com)

#### Factores relevantes de la calificación

**Rating Watch Negativo:** FIX colocó en Rating Watch Negativo (RWN) las calificaciones de la Provincia de Mendoza (PMZA) debido a la incertidumbre respecto al pago el 19.05.2020 del servicio de interés por USD 24,7 millones del Bono Mendoza 2024 (PMY24), no calificado por FIX. La PMZA comunicó mediante la Resolución 45 que tenía la intención de iniciar un proceso de reestructuración de pasivos del cual aún no hay precisiones sobre sus términos y condiciones o si el mismo será voluntario o se encuadre dentro de un canje forzoso de deuda. Las calificaciones contemplan la capacidad de pago de la PMZA dentro de su situación actual y contexto económico, por el contrario, no asumen renegociaciones que puedan implicar pérdidas de valor presente para los inversores, en cuyo caso será considerado un evento y la calificación podría tener una abrupta baja.

**Reestructuración deuda nacional:** los gobiernos sub-soberanos se enfrentan al dilema de cumplir o incumplir con el pago de sus deudas para buscar mejores condiciones para lograr un alivio en la liquidez. Esto puede ser mediante el acceso al mercado voluntario de deuda o forzando la renegociación de los actuales términos de la misma.

**Entorno operativo debilitado:** FIX considera que el deterioro económico nacional derivado de las medidas necesarias para contener la propagación del COVID-19 y el contexto de renegociación de la deuda soberana, resultan en un entorno operativo aún más adverso que el estimado originalmente (ver informes relacionados). El Gobierno Nacional podría condicionar a los sub-soberanos mediante modificaciones al marco regulatorio tanto en materia de ingresos automáticos o discrecionales, responsabilidades de gastos, e imponer regulaciones cambiarías que afecten la capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras en marco de la reestructuración de deuda nacional. Los importantes desafíos en materia fiscal-financiera derivarán en un deterioro en los indicadores de liquidez y de la capacidad de pago de los sub-soberanos. Las necesidades financieras se enfrentan a un mercado de crédito voluntario restringido, por lo que en el corto plazo se dependerá de la asistencia nacional, emisión de Letras y/o aumento de la deuda flotante.

**Calidad y flujo de la información:** FIX considera que existen falencias en los procesos de información regular y diferencias respecto a las distintas fuentes de información suministrada. FIX monitorea la evolución del flujo de la información y la solvencia técnica de la misma. Para el análisis se utilizó información privada provista por el emisor y ejecuciones presupuestarias provisorias publicadas por el Ministerio de Hacienda y Finanzas, susceptible a ajustes, dado que la PMZA no cuenta con cuentas de inversión cerradas del período 2015-2019.

**Muy ajustada liquidez:** el fuerte balance financiero registrado en 2019 deterioró fuertemente los niveles de liquidez y se estima continuará esta tendencia para el 2020 dado el déficit financiero proyectado. De no mediar operaciones financieras a fines de descomprimir los vencimientos en 2020 y 2021, los niveles de liquidez registrarían un elevado detrimento. La PMZA podría recurrir a la emisión de Letras en 2020 para cubrir deficiencias estacionales de caja.

**Ajustado desempeño presupuestario:** FIX estima un margen operativo de -0,6% para el 2020, versus un 7,1% en 2019 y un 15,4% de 2018. La baja estimada se sustenta en la aplicación de la cláusula gatillo en 2020 correspondiente a la inflación de 2019, a una menor dinámica de ingresos esperados y mayor presión por el lado del gasto en el contexto del COVID19.

**Moderado nivel de endeudamiento y reducción en la capacidad de pago:** FIX estima para 2020 un sensible deterioro de la capacidad de pago explicado por la baja del margen operativo

proyectado y los muy ajustados niveles de liquidez registrados al cierre de 2019 dado el fuerte balance financiero negativo. FIX entiende que el riesgo de refinanciamiento es parcialmente mitigado en 2020 dado que casi el 60% de los servicios de deuda del ejercicio es con acreedores considerados “amigables” (Gobierno Nacional, Banco Nación y Multilaterales). El nivel de deuda pública sobre ingresos corrientes fue de 55,9% y 7,9x (veces) el ahorro operativo en 2019, desde un 52,8% y 3,4x en 2018 respectivamente. Contemplando el total del endeudamiento autorizado en el Presupuesto 2020, FIX estima que en 2020 se podría reducir el apalancamiento hasta el 50,7% de los ingresos corrientes proyectados.

**Adecuada composición de la deuda:** al 31/12/2019 un 60,1% de la deuda se encontraba en moneda extranjera, la exposición al riesgo cambiario se incrementó desde el 44% en 2017. Esta suba se debe exclusivamente a la variación del tipo de cambio registrada en 2018 y 2019. Este riesgo se encuentra parcialmente mitigado, dado que el 6,5% de los ingresos corrientes de 2018 y 2019 están vinculados al dólar (regalías). Los ingresos proyectados por regalías para 2020 permitirían cubrir 1,5x los servicios de deuda en dólares del presente ejercicio bajo un escenario de tipo de cambio promedio de \$ 69,20.

### Sensibilidad de las calificaciones

**Rating Watch Negativo:** de no efectivizarse el pago del cupón el 19.05.2020 del bono PMY24 o de formalizarse una propuesta de reestructuración que implique una pérdida de valor presente a los acreedores, podría derivar en acciones de baja de varios rangos de calificación.

**Entorno operativo:** la calificación del emisor dependerá de la evolución de la flexibilidad fiscal, financiera y sostenibilidad de la deuda en un escenario macroeconómico más adverso como así también del impacto de posibles cambios en el marco regulatorio donde se desenvuelven los entes sub-nacionales y/o nuevas adecuaciones a la normativa vigente en materia cambiaria. La perspectiva del sector 'Negativa' indica que las calificaciones podrían seguir a la baja de no revertirse las condiciones del entorno operativo y que sean sustentables en el tiempo.

**Reestructuración deuda nacional:** un contexto complejo de reestructuración de deuda nacional que pudiera condicionar las decisiones particulares de los entes sub-nacionales para renegociar sus deudas en términos y condiciones forzosos, y/o no favorables para los inversores, podría derivar en acciones de baja de varios rangos de calificación.

**Disciplina fiscal y financiamiento de largo plazo:** de sostener márgenes operativos robustos y estables, y extender su perfil de vencimiento de la deuda, podrían implicar una revisión de las calificaciones a la suba en el mediano plazo.

**Transparencia y consistencia de la información:** una mejora en las prácticas administrativas y el manejo de la transparencia y presentación de la información presupuestaria, podría implicar una revisión de las calificaciones a la suba en el corto/mediano plazo.

## Anexo A

### Provincia de Mendoza

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P	2019 P
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	29.593,5	39.179,0	52.744,4	70.773,8	100.915,0
Otras transferencias Corrientes recibidas	2.049,2	2.151,9	2.772,9	2.840,7	2.187,3
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	4.263,5	7.311,9	10.179,6	17.419,9	27.729,3
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>35.906,2</b>	<b>48.642,9</b>	<b>65.697,0</b>	<b>91.034,4</b>	<b>130.831,5</b>
Gastos operativos	-37.342,3	-46.552,5	-61.974,1	-77.039,3	-121.571,2
<b>Balance Operativo</b>	<b>-1.436,1</b>	<b>2.090,4</b>	<b>3.722,8</b>	<b>13.995,1</b>	<b>9.260,3</b>
Intereses cobrados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses pagados	-1.039,6	-3.173,7	-4.021,4	-6.673,5	-9.656,7
<b>Balance Corriente</b>	<b>-2.475,8</b>	<b>-1.083,3</b>	<b>-298,6</b>	<b>7.321,6</b>	<b>-396,3</b>
Ingresos de capital	695,7	978,6	1.343,2	1.290,8	1.557,6
Gasto de capital	-3.127,6	-2.919,3	-5.111,2	-10.065,0	-13.897,6
<i>Balance de capital</i>	<i>-2.431,9</i>	<i>-1.940,7</i>	<i>-3.768,0</i>	<i>-8.774,1</i>	<i>-12.340,1</i>
<b>Balance Financiero</b>	<b>-4.907,6</b>	<b>-3.024,1</b>	<b>-4.066,5</b>	<b>-1.452,5</b>	<b>-12.736,4</b>
Nueva deuda	749,4	15.149,5	7.815,5	5.668,3	6.353,7
Amortización de deuda y disminución otros pasivos	-2.101,9	-2.266,4	-3.894,6	-3.629,5	-1.929,9
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>-1.352,5</i>	<i>12.883,2</i>	<i>3.920,8</i>	<i>2.038,9</i>	<i>4.423,8</i>
<b>Resultado Final</b>	<b>-6.260,1</b>	<b>9.859,1</b>	<b>-145,7</b>	<b>586,4</b>	<b>-8.312,5</b>
<b>DEUDA</b>					
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	14.590,0	26.318,8	33.134,0	48.061,7	73.073,4
<b>Deuda Directa</b>	<b>14.590,0</b>	<b>26.318,8</b>	<b>33.134,0</b>	<b>48.061,7</b>	<b>73.073,4</b>
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Riesgo Directo</b>	<b>14.590,0</b>	<b>26.318,8</b>	<b>33.134,0</b>	<b>48.061,7</b>	<b>73.073,4</b>
- Liquidez <sup>a</sup>	1.237,8	6.493,5	4.278,5	6.436,8	-1.199,4
<b>Riesgo Directo Neto</b>	<b>13.352,2</b>	<b>19.825,2</b>	<b>28.855,6</b>	<b>41.624,8</b>	<b>74.272,8</b>
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Riesgo Final Neto</b>	<b>13.352,2</b>	<b>19.825,2</b>	<b>28.855,6</b>	<b>41.624,8</b>	<b>74.272,8</b>
<b>Datos sobre Riesgo Directo</b>					
% moneda extranjera	41,1	52,7	44,1	58,0	60,1
% no bancaria	39,3	65,3	69,9	68,8	68,3
% tasa de interés fija	36,9	54,5	46,4	47,7	59,6

<sup>a</sup> se consideran solo los fondos propios. n.d.: no disponible

P – Provisorio.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Mendoza.

## Anexo B

### Provincia de Mendoza

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P	2019 P
<b>Ratios de Desempeño Presupuestario</b>					
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	-4,00	4,30	5,67	15,37	7,08
Balance corriente/Ingresos Corrientes (%)	-6,90	-2,23	-0,45	8,04	-0,30
Balance financiero/Ingresos totales (%)	-13,41	-6,09	-6,07	-1,57	-9,62
Resultado final/Ingresos totales (%)	-17,10	19,87	-0,22	0,64	-6,28
Balance Financiero/PBG (%)	-2,95	-1,36	-1,44	-0,37	n.d.
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	29,88	35,47	35,06	38,57	43,72
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	40,56	24,66	33,13	24,31	57,80
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	-763,43	-56,24	-72,44	-2552,40	-105,41
<b>Ratios de Deuda</b>					
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	36,59	44,96	20,57	31,06	34,23
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	2,90	6,52	6,12	7,33	7,38
Balance operativo/Intereses pagados (x)	-1,38	0,66	0,93	2,10	0,96
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	8,75	11,18	12,05	11,32	8,86
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	-218,75	260,24	212,63	73,62	125,12
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	40,63	54,11	50,43	52,80	55,85
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	40,63	54,11	50,43	52,80	55,85
Deuda directa/Balance corriente (x)	-5,89	-24,29	-110,98	6,56	-184,38
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	-5,89	-24,29	-110,98	6,56	-184,38
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	37,19	40,76	43,9	45,72	56,77
Deuda directa/PBG (%)	8,78	11,83	11,75	12,13	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	8.395	15.143	19.064	27.653	42.045
<b>Ratio de Ingresos</b>					
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	82,42	80,54	80,28	77,74	77,13
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	34,53	34,29	34,00	31,66	29,95
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	5,71	4,42	4,22	3,12	1,67
Ingresos operativos/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	98,10	98,03	98,00	98,60	98,82
Ingresos totales <sup>b</sup> per capita (\$)	21.060	28.551	38.573	53.122	76.173
<b>Ratios de Gasto</b>					
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	62,59	61,60	59,53	57,11	56,34
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	25,53	26,44	27,85	29,45	30,40
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto de capital/Gasto total <sup>c</sup> (%)	7,17	5,32	6,81	10,33	9,45
Gasto de capital/PBG (%)	1,88	1,31	1,81	2,54	n.d.
Gasto total per capita (\$)	25.093	31.595	43.154	56.046	84.612
<b>Financiamiento de Gasto de Capital</b>					
Balance corriente/Gasto de capital (%)	-79,16	-37,11	-5,84	72,74	-2,85
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	22,24	33,52	26,28	12,82	11,21
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	-43,24	441,30	76,71	-36,06	31,83

n.d. no aplica / n.d. no disponible

<sup>a</sup> incluye intereses cobrados

<sup>b</sup> excluye nueva deuda

<sup>c</sup> incluye amortizaciones de deuda

P – Provisorio.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Mendoza.

## Anexo C. Instrumentos de Deuda

En la siguiente tabla se presenta el detalle de los Títulos Públicos emitidos por Mendoza y vigentes al 31/12/2019.

**Tabla 1: Títulos de Deuda y Letras**

<b>Instrumento</b>	<b>Monto</b>	<b>Emisión</b>	<b>Vto.</b>	<b>Saldo (30/09/2019)</b>	<b>Tasa</b>	<b>Amortización</b>
Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase 1	AR 5.218.752.500	09/06/2017	09/06/2021	AR 5.218.752.500	Badlar + 4,375% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
BONO MENDOZA 2024	USD 500.00.000	19/05/2016	19/05/2024	USD 500.00.000	8,375%/ Pagos Semestrales	3 Pagos anuales en 2022 / 2023 / 2024

## Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afilada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día 18 de mayo de 2020 colocó en Rating Watch Negativo (RWN) las calificaciones de corto y largo plazo de la Provincia de Mendoza (PMZA). El RWN se debe a la incertidumbre respecto al pago del cupón del Bono Mendoza 2024 (PMY24) el 19/05/2020 en el marco del proceso de reestructuración de pasivos del cual aún no hay precisiones sobre sus términos y condiciones. Las calificaciones contemplan la capacidad de pago de la PMZA dentro de su situación actual y contexto económico, por el contrario, no asumen renegociaciones que puedan implicar pérdidas de valor presente para los inversores, en cuyo caso será considerado un evento y la calificación podría tener una abrupta baja. El detalle es el siguiente:

Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Endeudamiento de Largo Plazo	BBB-(arg)	RW Negativa	BBB-(arg)	Negativa
Endeudamiento de Corto Plazo	A3(arg)	RW Negativa	A3(arg)	No aplica
Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase 1 por \$ 5.219 millones.	BBB-(arg)	RW Negativa	BBB-(arg)	Negativa
Programa de Emisión de Letras del Tesoro 2020 por \$ 4.537,2 millones	A3(arg)	RW Negativa	A3(arg)	No aplica

**Categoría BBB(arg):** “BBB” nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

**Categoría A3(arg):** Indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificadas con categorías superiores.

**Nota:** Los signos “+” o “-” son añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio de calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

**Fuentes de Información:** las presentes calificaciones se realizaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por la Provincia de Mendoza de carácter privado a septiembre de 2019 y la siguiente información pública:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda para el período 2015-2019.
- Presupuesto 2020.
- Detalle de ingresos y egresos de la Provincia.
- Stock de Deuda para el período 2015-2019.
- Estadísticas sobre indicadores socio-económicos.

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada.

**Determinación de las calificaciones:** Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)).

### Informes relacionados

- [Provincia de Mendoza, Abr.27, 2020.](#)
- [Perspectiva sector de sub-soberanos, Sep.17, 2019](#)
- [El dilema de los sub-soberanos ante la reestructuración Argentina de deuda, Mar.12, 2020](#)
- [Impacto del COVID-19 en los Sub-soberanos, Abr.02, 2020](#)

Disponibles en nuestra página web: [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

**Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificador–, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

**Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.**

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.