

Provincia de Mendoza

Informe de integral

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)
--	-----------

Perspectiva

Negativa para calificaciones de largo plazo.

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

[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

Analista Secundario

Cintia Defranceschi
Director
+54 11 5235-8143
cintia.defranceschi@fixscr.com

Responsable del Sector

Mauro Chiarini
Director Senior
+54 11 5235-8140
mauro.charini@fixscr.com

Detalle del Programa:

Instrumento	Monto hasta	Vencimiento Final	Calificación de corto plazo
Programa de Emisión de Letras de Tesorería *	\$ 4.537,2 millones	31/12/2021**	A3(arg)

Nota: * Los títulos se emitirán en pesos en el mercado local por hasta un monto máximo en circulación de ARP 4.537,2 millones autorizada por el Decreto N° 525/2020 / ** Plazo máximo de hasta 365 días, contados a partir de la fecha de su emisión no pudiendo trascender el 31/12/2021. Las calificaciones preliminares no reflejan las calificaciones finales y se basan en información provista por el emisor a diciembre 2019. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Factores relevantes de la calificación

Acciones de calificaciones: FIX bajó a 'BBB-(arg)' desde 'BBB(arg)' la calificación de largo plazo, mantiene la perspectiva negativa sobre la misma, y confirmó en 'A3(arg)' la de corto plazo de la Provincia de Mendoza (PMZA) debido un sensible deterioro de la capacidad de pago producto de la baja del margen operativo y los muy ajustados niveles de liquidez considerando el fuerte déficit financiero proyectado. Adicionalmente, 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).

Entorno operativo debilitado: 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 cambiarias 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.

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. Las calificaciones contemplan la capacidad de pago de la PMZA dentro de su situación actual y contexto económico, por el contrario, no asumen renegociaciones forzadas de deuda, en cuyo caso será considerado un evento y la calificación podría tener una abrupta baja.

Programa de Emisión de Letras 2020: FIX asignó la calificación de corto plazo 'A3(arg)' al Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2020 por hasta un monto máximo en circulación de \$ 4.537,2 millones. Estas Letras le otorgarían a la PMZA la liquidez necesaria para cubrir deficiencias estacionales de caja y lograr parte del financiamiento del ejercicio 2020. La participación relativa de instrumentos financieros de corto plazo sobre el total de recursos proyectados en el Presupuesto 2020 sería de un nivel máximo razonable del orden del 2,5%.

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 3,3% 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 2x los servicios de deuda en dólares del presente ejercicio bajo un escenario de tipo de cambio promedio de \$ 69,20.

Sensibilidad de las calificaciones

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 en el tiempo las condiciones del entorno operativo.

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.

Perfil de vencimiento: de no mediar operaciones financieras a fines de descomprimir los vencimientos en 2020 y principalmente en 2021, se podría accionar a la baja las calificaciones vigentes de la PMZA.

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.

Resumen: fortalezas y debilidades

	Marco Institucional	Deuda y Liquidez	Desempeño Presupuestal	Gestión y Administración	Economía
Estatus	Neutral	Debilidad	Neutral	Neutral	Debilidad
Tendencia	Negativa	Estable	Negativa	Negativa	Negativa

Fuente: FIX

Fortalezas:

- Autonomía fiscal superior a la media.
- Potencial económico basado en una economía ampliamente diversificada y recursos parcialmente relacionados al dólar, provenientes de la actividad hidrocarburífera.
- Historial y ejercicio en el mercado de capitales que le otorga mayor flexibilidad de financiamiento.

Debilidades:

- Falencias en los procesos de información regular de la Provincia.
- Deterioro en el desempeño presupuestario de 2019 y estimado en 2020.
- Sensible deterioro en la posición de liquidez en el último ejercicio.
- Moderado nivel de endeudamiento en término del presupuesto provincial.
- Perfil de vencimientos de deuda comprimido en 2020 y 2021, aunque con adecuada composición en cuanto a moneda y acreedores que reducen el riesgo de refinanciación.

Crterios Relacionados

Metodología de Calificación Finanzas Públicas registrada ante la Comisión Nacional de Valores

Marco institucional

Contexto nacional

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. En las últimas décadas se produjo una importante descentralización de las responsabilidades del gasto en los gobiernos locales con una mayor centralización de la Nación en cuanto a la recaudación de los ingresos. Esto impactó en mayor dependencia de las provincias a los recursos de origen nacional, tanto para el financiamiento de gastos corrientes y de capital. La falta de una reforma de la Ley de Coparticipación y la necesidad de resolver problemas coyunturales provocaron sucesivas reformas adicionales a la Ley de Coparticipación que determinaron un sistema cada vez más complejo de distribución de recursos Nación-Provincia. Desde el 2016 se abordaron ciertos problemas estructurales en cuanto a la redistribución de recursos entre Nación y Provincias. El Acuerdo Nación-Provincias determinó la devolución gradual hasta el año 2020 de la retención del 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social luego del fallo favorable que tuvieron las Provincias de Córdoba, San Luis y Santa Fe en diciembre de 2015 (en el caso de estas Provincias la devolución fue del 100%). Se determinó la posibilidad de que las provincias puedan tomar deuda con la Nación a fin de compensar la falta de devolución total de los recursos desde el primer año. A partir del 2016 pudieron recibir un crédito de libre disponibilidad otorgado por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), equivalente a 6% del total de la detracción del 15% y en los años 2017 a 2019 por el 3%.

En 2017 la firma del Consenso Fiscal estableció los lineamientos principales para armonizar las estructuras tributarias de las distintas jurisdicciones, eliminar distorsiones históricas en la redistribución de recursos y adoptar medidas para el saneamiento de las cuentas fiscales con la aprobación de una nueva Ley de Responsabilidad Fiscal. Con la asunción del nuevo gobierno a nivel nacional, se firmó el Consenso Fiscal 2019 que suspende por un año la rebaja de alícuotas de IIBB y sellos asumida para 2020, quedando vigentes los topes de 2019. En agosto del 2019 el

gobierno de Mauricio Macri tomó medidas transitorias respecto a la eliminación del IVA a los productos básicos y el aumento del piso de ganancias que repercute en la masa coparticipable y en consecuencia en una reducción de los ingresos de los sub-soberanos, tema judicializado por algunas provincias, con fallo a favor pero pendiente su esquema de devolución. El Consenso 2019 acuerda suspender por un año estas causas judiciales. FIX evaluará a futuro los impactos en materia fiscal a nivel de los sub-soberanos.

Por su parte, el Acuerdo de Nación con el FMI en 2018, determinó menores transferencias corrientes discrecionales y de capital desde la Nación a los sub-soberanos, la delegación de responsabilidades sobre subsidios al transporte terrestre y tarifas eléctricas diferenciales, y la eliminación del Fondo Federal Solidario que financiaba la ejecución de la obra pública en subnacionales.

En 2019 el contexto de recesión económica impactó directamente en una desaceleración de los recursos tributarios y redujo la flexibilidad presupuestaria de las jurisdicciones. A este efecto se sumó la continuidad en la baja de las alícuotas de Ingresos Brutos (“IIBB”) en el marco de la armonización de alícuotas del Consenso Fiscal 2017. Asimismo, el Consenso Fiscal 2018 modificó la Ley de Responsabilidad Fiscal por la cual las jurisdicciones cuyo gasto corriente neto de 2018 hubiese variado menos que el Índice de Precios al Consumidor de ese año, pudieron incrementar el gasto en el ejercicio fiscal 2019 por encima de la inflación, lo que a opinión de FIX debilitó las herramientas legales de los sub-soberanos para una contención real del gasto en el marco de un año electoral, que derivó en un deterioro de los resultados presupuestarios.

FIX considera que los sub-soberanos se enfrentan a importantes desafíos fiscales y de liquidez debido a la pandemia de COVID19 (Coronavirus) y las medidas necesarias para contener su propagación. Se espera un deterioro en los niveles de ingreso y mayores gastos relativos a la salud y estímulos económicos para atenuar los impactos negativos sobre los indicadores sociales y de actividad. Adicionalmente considera que los sub-soberanos se enfrentarán durante el 2020, en el marco de la reestructuración Argentina de deuda, al dilema de cumplir o incumplir sus compromisos bajo los bonos emitidos.

Provincia de Mendoza

De acuerdo a la Constitución Provincial, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyos titulares son el Gobernador y Vicegobernador, elegidos directamente por el voto popular. El mandato de gobierno dura 4 años sin la posibilidad de reelección inmediata por un período adicional; luego deberá esperar un mandato completo para poder postularse nuevamente. El gobernador designa a los ministros y secretarios de gobierno. El actual gobernador Rodolfo Suárez fue elegido el 29 de septiembre de 2019 con el 51,67% del total de los votantes por el frente Cambia Mendoza.

El Poder Legislativo provincial está compuesto por dos cuerpos, la Cámara de Senadores, compuesto por 38 miembros y la Cámara de Diputados, integrado por 48 miembros. Los integrantes de ambas cámaras se eligen por voto popular por un período de 4 años. Pueden ser reelegidos inmediatamente por un período adicional. Actualmente, el frente Cambia Mendoza retiene 19 bancas en el Senado sobre un total de 38, y 25 en Diputados, sobre un total de 48.

Por su parte el Poder Judicial está compuesto por tribunales de primera instancia, cámaras de apelaciones y la Corte Suprema Provincial de Justicia, que tienen competencia en cuestiones civiles, comerciales, administrativas, laborales, de familia y penales dentro del territorio de la Provincia.

La Constitución Provincial establece la existencia de las siguientes reparticiones provinciales: Consejo de la Magistratura, Contaduría General de la Provincia, Tribunal de Cuentas, Tesorería General y Fiscalía de Estado.

A su vez, la Provincia está subdividida en 18 municipios, cuyas autoridades (Intendente y Consejo Deliberante) son elegidas por voto popular y tienen como principales responsabilidades la provisión de servicios locales básicos: alumbrado público, limpieza, pavimentación, entre otros. Los municipios participan de un esquema de redistribución de los recursos provinciales y nacionales con la provincia. El porcentaje que la Provincia transfiere a cada municipio se basa en distintos criterios, tales como la población del municipio, el nivel de desarrollo económico, la cantidad de vehículos registrados y la producción petrolera, con sujeción a un monto mínimo de transferencia sobre la base de la población de cada municipio. La Legislatura de la Provincia determina el porcentaje general de fondos transferidos por la Provincia a los municipios y la porción de esos fondos asignada por la Provincia a cada municipio. Asimismo, la Legislatura de la Provincia puede modificar el porcentaje y la porción de los fondos asignados a cada municipio. La distribución primaria del Régimen se rige por la Ley N° 8.127 sancionada en 2010, que establece que la Provincia participará a los Municipios del 18,8% del producido del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos, Impuestos sobre los Ingresos Brutos, Sellos e Inmobiliario, del 70% de la recaudación del Impuesto sobre los Automotores y del 12% de las regalías petrolíferas, gasíferas y uraníferas.

Deuda y liquidez

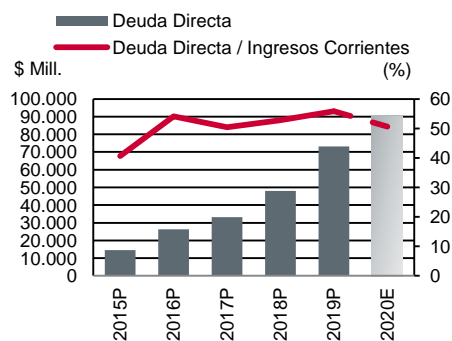
Deuda

El nivel de deuda pública sobre ingresos corrientes registró en 2019 un 55,9% y 7,9x el ahorro operativo, desde un 52,8% y 3,4x en 2018 respectivamente. FIX estima que al 31/12/2020 se podría reducir hasta el 50,7% de los ingresos corrientes proyectados y 15,4x el ahorro operativo, bajo el supuesto de un tipo de cambio de \$78,6 al cierre del año y contemplando el total del endeudamiento autorizado en el Presupuesto 2020. En 2017 y 2018 se observó una mejora en la capacidad de pago gracias a una sensible suba del ahorro operativo, que se deterioró en 2019 r por la sensible baja del margen operativo. FIX estima continuará esta tendencia de deterioro en 2020, sobre la base de una esperada compresión del margen operativo.

A diciembre de 2019, la deuda directa ascendió a \$ 73.073 millones, un 52% superior a la registrada para fin del año 2018. Este significativo aumento se explicó fundamentalmente por la evolución del tipo de cambio, que en dicho período se incrementó en un 58,4%, lo que también indujo a un incremento en la composición de la deuda nominada en moneda extranjera, desde un 58% al 60,12%. Asimismo la amortización de deuda estuvo mayormente concentrada en moneda local, lo que también impactó en un incremento de la composición en moneda extranjera. Adicionalmente, la inflación del año 2019 (53,8%), derivó en un sensible incremento del stock de capital adeudado en un crédito pactado en UVA con el Banco Nación, que aumentó desde \$6.810 millones el 31/12/2018 a \$10.955 millones al 31/12/2019. La PMZA realizó las siguientes operaciones de endeudamiento: (i) refinanciación de créditos con el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial por \$6.769 millones, (ii) incremento de la deuda con Anses por \$1.915 millones. En este período realizó amortizaciones de capital en pesos y dólares por un equivalente a \$1.929 millones.

La deuda de MZA a 2019 se concentra en un 60,12% en moneda extranjera. Esta exposición comenzó a incrementarse durante 2016 cuando alcanzó el 52,3%, ya que a diciembre de 2015 registraba un nivel del 40,9%. Estos cambios en la composición fueron consecuencia de la emisión por USD 500 millones que realizó la provincia durante 2016 (con vencimientos parciales de capital en 2022 / 2023 / 2024), y luego fruto de incrementos en el tipo de cambio que elevaron el ratio al actual 60,1%. FIX estima que este ratio podría elevarse hasta el 63,8% bajo un supuesto de un tipo

Gráfico 1: Deuda Directa de Mendoza



Fuente: Provincia de Mendoza
E - Estimado. P – Provisorio.

de cambio de \$78,6 al 31/12/2020. 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 2x los servicios de deuda en dólares del presente ejercicio bajo un escenario de tipo de cambio promedio de \$ 69,20.

Adicionalmente, el 40,4% de la deuda está pactada a tasas de interés variables que le imprime un riesgo adicional. Este incremento se produjo debido a la emisión de \$ 5.218 millones durante 2017 a tasa Badlar + 4,375% y a créditos con el Banco Nación a una tasa UVA+5% por un stock equivalente a \$10.955 millones, que acrecentó la exposición de la provincia a un alza de tasas o incremento en los niveles de inflación.

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 perfil de deuda de MZA es de corto-mediano plazo con necesidad de una refinanciación de los vencimientos en el período 2021-2024. En el año 2016 la Provincia obtuvo financiamiento en el mercado internacional, y en el año 2017 en el mercado local, pero persiste la necesidad de extender los plazos. Una mejora en el perfil de deuda permitiría reducir el riesgo de refinanciación. En el gráfico 2 se expone el perfil de vencimiento de la deuda vigente al 31/12/2019 de la Provincia, del cual se desprende una presión de los vencimientos en los próximos años.

Finalmente, la Provincia no tiene entregados avales ni garantías a organismos descentralizados ni empresas públicas. El crédito con el Credit Suisse tenía garantías en regalías, y este fue cancelado totalmente al 31/12/2017.

Liquidez

El fuerte balance financiero registrado en 2019 deterioró sensiblemente 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 en el marco del déficit financiero proyectado por la calificadora para el 2020.

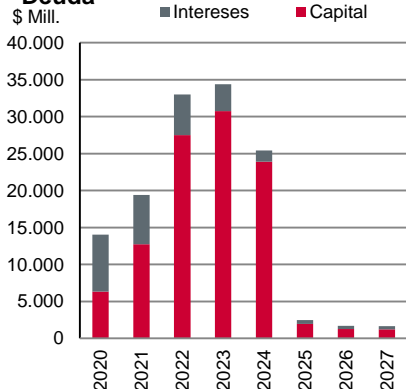
En este marco, la PMZA podría recurrir a la emisión de Letras en 2020, lo que le otorgaría mayores márgenes de flexibilidad financiera para cubrir deficiencias estacionales de caja. En el ejercicio 2016, la Provincia tenía autorizado un Programa de Letras del Tesoro por hasta \$ 1.200 millones. En el período 2017-2019 la Provincia no ha acudido a este mecanismo de financiamiento.

La posición de liquidez de MZA fue muy ajustada al 31/12/2019, evidenciando un sensible deterioro respecto a los niveles más holgados de años previos (2016-2018). Las disponibilidades sin afectación registraron niveles prácticamente nulos, por lo que se encuentra en niveles ínfimos en comparación con los ingresos corrientes o niveles de deuda flotante existente.

La deuda flotante registró niveles de \$9.439 millones, en términos relativos significó un adecuado 7,2% de los ingresos operativos, contra 8,8% en 2018. FIX estima que un mecanismo adicional de liquidez al que podría acceder la PMZA en caso de un fuerte declino de los balances financieros, es a una expansión significativa en los niveles de deuda flotante durante el presente ejercicio.

Uno de los mecanismos que cuenta la Provincia para cubrir déficits transitorios del tesoro provincial es la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO), que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades transitorias de caja sin costo financiero. La Provincia se encuentra autorizada a utilizar las existencias de caja de todas las jurisdicciones y entidades del sector público provincial no financiero hasta un 100%, y según lo informado por las autoridades provinciales en promedio su utilización ronda el 90%.

Gráfico 2: Cronograma de Deuda



Fuente: Provincia de Mendoza y proyecciones FIX.

Contingencias

MZA posee el 90% del paquete accionario de Empresa Mendocina de Energía S.A. (Emesa), el 39% del capital accionario de Energía Mendocina (Edemsa) y el 90% de Aguas y Saneamiento Mendoza (AySAM). Estas empresas han tenido resultados volátiles: Emesa ganó \$107.8 millones en 2014, Edemsa perdió \$104.8 millones y AySAM tuvo un resultado negativo por \$210.6 millones. FIX no cuenta con balances más actualizados de las empresas públicas y no tiene registros precisos sobre las deudas de Emesa con Cammesa. La Provincia no garantiza ninguna de las deudas de estas empresas.

MZA transfirió la caja de jubilaciones y pensiones a la Nación, por lo cual no debe cubrir ningún déficit proveniente de la seguridad social.

La Provincia mantenía litigios cruzados con Nación reclamando el acumulado por el 15% de la masa coparticipable retenido para financiar a la ANSES por el período 20010-2015. Si bien el reclamo era por el período 2006-2015, se estimaba el monto judicializado sólo desde 2010 debido a la prescripción de los saldos superiores a los 5 años. Esta contingencia positiva ascendía a \$3.000 millones más intereses, que se sumaban a \$1.900 millones más intereses correspondientes a la detracción del 1,9% de AFIP. Como resultado del Consenso Fiscal firmado en noviembre de 2017, MZA ha desistido de estos reclamos judiciales. A cambio, MZA recibió \$4.800 millones de títulos públicos nacionales intransferibles depositados en el BCRA, que le reditúan servicios de capital e intereses mensuales desde agosto de 2018 y por el transcurso de 10 años.

Desempeño presupuestario

El sector de la administración pública no financiera de MZA consiste en la administración central, los organismos descentralizados, cuentas especiales, ATM (Administración Tributaria de Mendoza) y ETM (Ente Turismo de Mendoza). 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 MZA no cuenta con cuentas de inversión cerradas del período 2015-2019 y el Presupuesto 2020.

Ingresos operativos

MZA se caracteriza por una moderada autonomía fiscal, pero superior a la media, con una participación de los ingresos propios en el total de los ingresos operativos de 51,1% en el 2019 y estimada del 49% en 2020. La esperada baja en la autonomía fiscal se sustenta en una estimada menor dinámica de los ingresos tributarios propios en el marco del COVID19 y en una baja en los precios de los hidrocarburos. Si bien los recursos tributarios nacionales también se verán retraídos, serán parcialmente compensados debido a la etapa final (último año) de la devolución parcial del 3% que se detraía de la masa coparticipable para el financiamiento de Anses. La dinámica de los ingresos propios se explica en el tributo provincial sobre Ingresos Brutos y en los ingresos por regalías de hidrocarburos, que gravan la producción de gas y petróleo.

En el marco del COVID, la estructura general de recursos se verá afectada por vía de los ingresos tributarios (propios y de origen nacional). Esta dinámica podría agravarse dados los estímulos tributarios que podría otorgar la PMZA (exenciones, desgravamientos, postergaciones). Los ingresos relacionados a la producción y/o extracción de commodities tendrían una sensibilidad adicional dada la fuerte evolución negativa de los precios internacionales y una menor expectativa de actividad económica global. FIX evaluará el nivel de intervención del Gobierno Nacional en estos mercados para evitar una caída interna en la actividad económica con fuerte impacto en las variables sociales, y de los niveles de recaudación provincial.

En forma interanual los ingresos tributarios locales crecieron en el 2019 el 35,9%, debajo de la inflación promedio del 53,7%. Estos ingresos se vieron impulsados por inflación, pero no

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2019P	2018P
– Ingresos Brutos	30.524	21.788
– Inmobiliario	1.658	1.303
– Sellos	3.895	3.455
Tributarios provinciales	39.181	28.825
Regalías	7.939	6.337
Tasas, Derechos y otros	19.791	11.082
Tributarios nacionales	61.734	41.948
Transferencias corrientes	2.187	2.841
Total ingresos operativos^a	130.832	91.034

^a – no incluye ingresos por rentas de la propiedad cobrados). Fuente: Provincia de P – Provisorio.

alcanzaron a contrapesar la caída en la actividad económica y la rebaja de alícuotas de IIBB acordada en el Consenso Fiscal 2017. Mendoza no incrementó las alícuotas al límite superior autorizado, y prosiguió con las rebajas anualmente.

Los recursos no tributarios se incrementaron al 59,2% por la dinámica de las regalías. Esto determinó que los recursos propios crecieran al 44,7% interanual, mientras que los recursos de origen nacional lo hicieron al 42,7%.

Gastos operativos

En el contexto de la pandemia del COVID y las medidas necesarias para contener su propagación, FIX espera para 2020 mayores gastos relativos a la salud y estímulos económicos para atenuar los impactos negativos sobre los indicadores sociales y de actividad. FIX monitoreará no sólo la evolución de los ingresos sino también la conducta fiscal en materia del gasto a fin de evaluar la evolución del desempeño operativo.

Al igual que en todas las provincias argentinas, MZA cuenta con una limitada flexibilidad presupuestaria por el lado del gasto. Si bien la presión del gasto operativo sobre las cuentas provinciales ha decrecido en el período 2015-2018 como consecuencia de la contención de las presiones salariales, esta ha sido parcialmente relajada en 2019, lo que se reflejó en un incremento del ratio al 92,9%. Las cláusulas de actualización salarial de la planta existente en relación a la inflación, elevaron sensiblemente el gasto salarial, reduciendo notablemente la flexibilidad por el lado del gasto. De acuerdo a estimaciones de la calificadora el ratio alcanzaría al 96,7% en 2020.

Adicionalmente, las transferencias se expandieron en 2019 en un 62,9% interanual. El incremento de los subsidios para sostener las tarifas eléctricas diferenciales y del transporte terrestre automotor, responsabilidad sobre el gasto transferida desde Nación, presionaron al alza este indicador.

Ahorro operativo e inversión pública

En 2018 el margen operativo fue del 15,4% frente al 5,7% del 2017. En 2019 finalizó con un margen del 7,1%, pero se deterioraría hasta un 3,3% en 2020. La baja esperada 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. El deterioro estimado para 2020 en los resultados fiscales, planteará en una primera instancia necesidades de liquidez, que en el marco de un mercado de crédito voluntario restringido, se espera se cubran con apoyo de Nación (discrecionales vía ATN y financiamiento del FFDP y FFIR) y con instrumentos de deuda en el mercado de muy corto plazo.

En el período 2014-2018, MZA registró márgenes operativos (balance operativo sobre ingresos operativos) muy volátiles y en promedio del 5%. FIX observa una sustancial mejora en 2018 producto de una efectiva contención del gasto salarial, que fue relajada en 2019 en el marco de un escenario electoral, con fuertes presiones inflacionarias y salariales. La evolución de los gastos operativos del (+57,8%), no fue acompañada por la dinámica de los ingresos operativos (+43,7%); lo que explicaría el deterioro de los márgenes operativos (ver Gráfico 3). Esta dinámica se prolongaría en 2020 en el marco de la epidemia del COVID19 que presiona fuertemente los gastos operativos y contrae los niveles de ingresos operativos, tanto por niveles de actividad nacional y local, como por precio de los hidrocarburos.

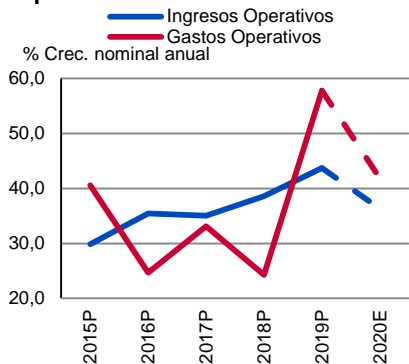
FIX entiende que la mejora y consolidación de un desempeño operativo-financiero más robusto dependerá de la evolución de ciertas variables exógenas y endógenas que impactan en los ingresos pero también del control del gasto.

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2019P	2018P
- Personal	68.494	43.995
- Bs y Ss no personales	16.119	10.360
-Transferencias corrientes	36.958	22.684
Total gastos operativos^a	121.571	77.039

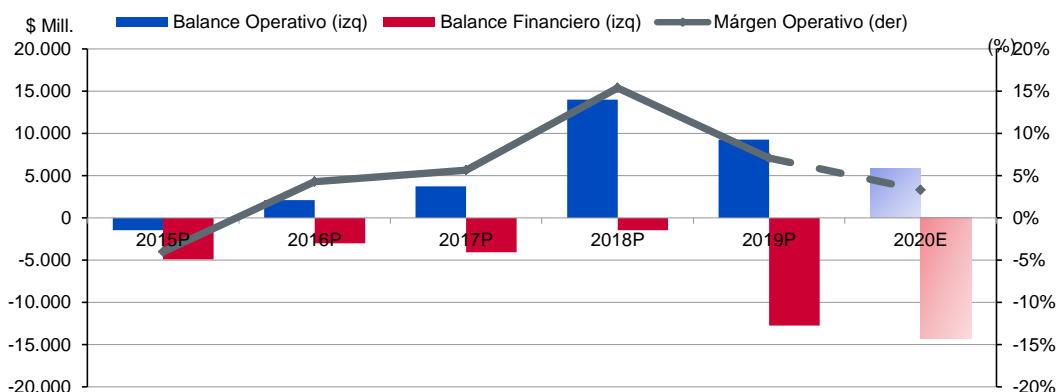
^a-no incluye intereses pagados.
Fuentes: Provincia del Mendoza
P - Provisorio.

Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos



Fuente: Provincia de Mendoza y estimaciones FIX.
P – Provisorio.
E-Estimado

Gráfico 4: Desempeño Presupuestario

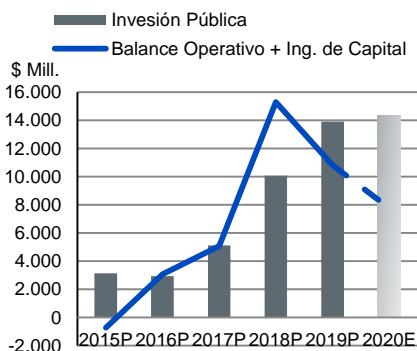


Fuente: Provincia de Mendoza y Estimaciones FIX.
E- Estimado. P – Provisorio.

Los balances operativos débiles, condicionan a que las inversiones de infraestructura necesarias en la Provincia estén sujetas en gran medida a las transferencias de capital de parte del Gobierno Nacional o a la búsqueda de fuentes de financiamiento alternativo (ver Gráfico 5). Desde el 2016, los balances operativos sumados a los ingresos de capital permitieron financiar el 100% los gastos de capital, pero al considerar los servicios de deuda se generaron sucesivos déficits financieros, financiados principalmente con mayor endeudamiento. Esta situación se agravó en 2019 debido a una aceleración del gasto de capital, un menor resultado operativo y la presión de los servicios de deuda debido a mayores tasas y una desfavorable evolución del tipo de cambio. En 2020 la evolución del resultado financiero dependerá de la flexibilidad de la Provincia de contener los gastos en un marco de marcada compresión de los ingresos.

En 2019 la inversión se elevó al 9,5% del gasto total en 2019 (al 30/09/2019 insumió el 10%), mientras que en 2018 fue del 10,3% del gasto total, y 6,8% de 2017. FIX entiende que las necesidades de infraestructura que pueden impactar en mayores necesidades de financiamiento.

Gráfico 5: Ahorro e Inversión



Fuente: Provincia de Mendoza.
P – Provisorio.
E-Estimado

Gestión y administración

El 29 de septiembre de 2019 se llevaron a cabo elecciones provinciales para la elección del gobernador y el vicegobernador y de los miembros de la Legislatura de la Provincia. Rodolfo Suárez y Mario Abed, ambos miembros del frente Cambia Mendoza, obtuvieron el 51,7 % del total de los votos y fueron designados gobernador y vicegobernadora, respectivamente. Cambia Mendoza es una alianza política provincial liderada por la UCR y Cambios. Cambia Mendoza representa, asimismo, una mayoría en ambas cámaras de la Legislatura de la Provincia.

Perfil socioeconómico

Población

Entre el 2001 y el 2010 (los años en los que se realizaron los censos nacionales más recientes), la población de la Provincia aumentó de 1.579.651 a 1.738.929, lo que representa un incremento del 10,1%. Este aumento guarda relación con el crecimiento de la población a nivel nacional, que experimentó un incremento del 10,6% durante el mismo período. El Censo 2010 indicó que 97,3% de la población está alfabetizada frente a un 98,1% a nivel nacional.

Economía

La actividad económica de la Provincia se encuentra ampliamente diversificada. Los principales sectores económicos son: comercios, hoteles y restaurantes que representan el 22,9% del PBG

para el período 2015-2018, servicios comunitarios, sociales y personal de servicio con el 19,8%, manufacturas con el 15% y servicios financieros el 15,7%.

En 2015, el Producto Bruto Geográfico (PBG) a precios corrientes fue de ARS 396.248 millones. En el período 2015-2018 la economía mendocina ha crecido un 0,1%

Desempleo y pobreza

El INDEC elabora una serie de índices que se utilizan para medir las características sociales, demográficas y económicas de la población argentina en función de los datos recabados en la EPH. La EPH consiste en una encuesta corriente utilizada para rastrear las tendencias del mercado laboral, y sus resultados se publican periódicamente. La EPH se realiza en la mayor área metropolitana de MZA.

De acuerdo a estas estimaciones, la tasa de desempleo al cuarto trimestre del 2019 fue del 7,3%, con una tasa de actividad del 49% y una tasa de empleo del 45,4%. Estas tasas eran en igual período de 2018 fueron del 5,9%, 47,2% y 44,5% respectivamente.

Finalmente la pobreza alcanzó al segundo semestre de 2019 al 38,6% de la población, mientras que a igual período de 2018 fue del 30,7%.

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
Ingresos Operativos	35.906,2	48.642,9	65.697,0	91.034,4	130.831,5
Gastos operativos	-37.342,3	-46.552,5	-61.974,1	-77.039,3	-121.571,2
Balance Operativo	-1.436,1	2.090,4	3.722,8	13.995,1	9.260,3
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
Balance Corriente	-2.475,8	-1.083,3	-298,6	7.321,6	-396,3
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>
Balance Financiero	-4.907,6	-3.024,1	-4.066,5	-1.452,5	-12.736,4
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>
Resultado Final	-6.260,1	9.859,1	-145,7	586,4	-8.312,5
DEUDA					
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
Deuda Directa	14.590,0	26.318,8	33.134,0	48.061,7	73.073,4
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	14.590,0	26.318,8	33.134,0	48.061,7	73.073,4
- Liquidez ^a	1.237,8	6.493,5	4.278,5	6.436,8	-1.199,4
Riesgo Directo Neto	13.352,2	19.825,2	28.855,6	41.624,8	74.272,8
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
Riesgo Final Neto	13.352,2	19.825,2	28.855,6	41.624,8	74.272,8
Datos sobre Riesgo Directo					
% 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

^a 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
Ratios de Desempeño Presupuestario					
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
Ratios de Deuda					
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
Ratio de Ingresos					
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 ^b (%)	98,10	98,03	98,00	98,60	98,82
Ingresos totales ^b per capita (\$)	21.060	28.551	38.573	53.122	76.173
Ratios de Gasto					
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 ^c (%)	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
Financiamiento de Gasto de Capital					
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

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

^c 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

Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (30/09/2019)	Tasa	Amortización
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	May-16	May-24	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 27 de abril de 2020 bajó la calificación de largo plazo de la Provincia de Mendoza a ‘BBB-(arg)’ desde ‘BBB(arg)’, así como sus Títulos de Deuda, y confirmó la de corto plazo en ‘A3(arg)’ debido un sensible deterioro de la capacidad de pago producto de la baja del margen operativo y los muy ajustados niveles de liquidez considerando el fuerte déficit financiero proyectado. Adicionalmente, 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. Adicionalmente asignó la calificación de corto plazo ‘A3(arg)’ al Programa de Emisión de Letras de Tesorería 2020 por hasta un monto máximo en circulación de \$ 4.537,2 millones. El detalle es el siguiente:

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

Informes relacionados

- [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

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.