

## Provincia de Entre Ríos

### Informe Integral

#### Calificaciones

##### Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional	BBB-(arg)
Corto Plazo en Escala Nacional	A3(arg)

##### Perspectiva

Estable para calificaciones de largo plazo.

#### Información Financiera

Provincia de Entre Ríos (ER)	31 Dic 2018	31 Dic 2017
Ingresos Operativos (\$ millones)	75.365	53.752
Deuda (\$ millones)	33.872	26.085
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	15,2	9,2
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	13,1	12,4
Deuda/ Balance Corriente (x)	3,8	7,8
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	4,1	2,6
Gasto Capital/ Gasto Total (%)	6,5	7,7
Balance Financiero/ Ingresos Totales (%)	-0,9	-6,2
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	167,4	68,8

Gasto Total: incluye amortizaciones de deuda

**FIX o Calificadora:** FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afiliada a Fitch Ratings".

#### Analistas

##### Analista Principal

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

##### Analista secundario

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

##### Responsable del sector

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

#### Factores relevantes de la calificación

**Acciones de calificación:** FIX confirma la calificación de largo plazo de la Provincia de Entre Ríos (PER) en BBB-(arg) y mantiene la Perspectiva Estable. Adicionalmente, FIX asigna la calificación de corto plazo de la PER en A3(arg). En el 2018 se registra una mejora del margen operativo al igual que el consolidado provincial, aunque FIX espera no sea sostenible en el 2019, pero sí en niveles consistentes con los rangos de calificación. Se espera la Caja de Jubilaciones continúe siendo la principal limitante de calificación. A pesar de las necesidades financieras de la PER, FIX entiende tiene los instrumentos legales para lograr las financiaciones necesarias, así como la experiencia en el mercado de capitales.

**Fuerte presión de la Caja Previsional:** el déficit previsional afecta fuertemente el desempeño operativo. En 2018 el margen operativo de 15,0% se reduce a 4,4% si se incluyen las Instituciones de la Seguridad Social (ISS). A partir del 2016, parte del déficit de la Caja comenzó a financiarlo Nación. Para 2017 la PER cerró el Convenio Bilateral mediante el cual ANSeS reconoció un déficit de \$ 2.788,3 millones (55% del déficit). Aún no se cerró el Convenio Bilateral 2018 y en 2019 se están recibiendo anticipos mensuales. A pesar de cierto alivio financiero por esta financiación, FIX observa un aumento del peso de la Caja sobre las cuentas provinciales.

**Mejora del desempeño presupuestario:** en 2018 el margen operativo fue de 15,0%, siguiendo la recomposición de los últimos años (9,2% en 2017 y 3,2% en 2016) y 4,4% considerando las ISS. La Caja sigue siendo la principal restricción presupuestaria. La mejora se explica por una adecuada evolución de los ingresos operativos (+40,2%) respecto a la contención del gasto (+31,1%). Para el año 2019, FIX prevé un margen operativo del orden de 11,2%, inferior respecto a los últimos dos años, aunque consistente con las calificaciones vigentes. La calificadora asume supuestos más conservadores sobre el crecimiento económico nacional y la evolución del gasto considerando un año electoral y cierta recomposición del salario real.

**Moderado nivel de endeudamiento:** en 2018 la deuda representó el 44,7% de los ingresos corrientes y significó un aumento nominal de sólo un 29,9%, a pesar de una depreciación de la moneda de 102,2% que impacta en la deuda denominada en dólares (82,5% en 2018). En 2018 se cancelaron deudas por \$ 3.803 millones con el Gobierno Nacional mediante el canje del Bono de Compensación en el marco del Consenso Fiscal por lo que la deuda con Nación se redujo a 16,5% desde un 37,2%. Para el 2019 se espera refinanciar parte de los servicios de deuda y obtener préstamos para afrontar las necesidades financieras de la provincia. FIX estima que los niveles de apalancamiento se mantendrán en línea con los registrados en los últimos tres años.

**Ajustada liquidez y deterioro de la capacidad de pago:** la posición de liquidez es ajustada principalmente por la presión que ejerce el déficit previsional, aunque en 2018 se registró cierta mejora gracias a la recomposición del margen operativo que permitió un menor uso del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO). Durante el 2018 no se emitieron Letras de Tesorería, pero accedió a anticipos de coparticipación de Nación (en promedio de \$ 670,8 millones) que se cancelaron en el transcurso del mes. La importante depreciación de la moneda en 2018 (+104,2%), impactó en la deuda denominada en dólares y en consecuencia en la carga de los servicios de deuda proyectados, deteriorando su capacidad de pago. FIX espera que la PER concrete algunas de las alternativas que cuenta para cerrar sus necesidades financieras como ser un préstamo sindicado, Programa de Títulos de Deuda o Programa de Letras del Tesoro.

## Sensibilidad de la calificación

**Endeudamiento y refinanciación:** un mayor endeudamiento de corto plazo y/o un mayor riesgo de refinanciación por no concretar las distintas alternativas de crédito podrían derivar en una acción de revisión a la baja en las calificaciones.

**Desempeño operativo y déficit de la Caja Previsional:** mayor presión del déficit de la Caja sobre las cuentas públicas y poca previsibilidad en los flujos de financiación de Nación podría accionar a la baja las calificaciones. Por el contrario una mayor previsibilidad de los flujos y márgenes operativos más robustos incluyendo las ISS, podría accionar a la suba de las calificaciones.

## Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

Nota: \* conceptos analizados en el contexto Nacional y Regional

Fuente: FIX

### Fortalezas:

- Generación de márgenes operativos positivos, aunque fuertemente afectados por el peso del Sistema Previsional.
- Moderado nivel de endeudamiento en términos del presupuesto.
- Tamaño poblacional y económico medio con alto potencial de desarrollo.

### Debilidades:

- Importante carga del déficit del sistema previsional que impactan sobre la liquidez.
- Baja flexibilidad presupuestaria y alta dependencia del Gobierno Nacional.
- Ajustada liquidez y aumento del riesgo de refinanciación por el peso de los servicios de deuda que deterioran la capacidad de pago.
- Importantes necesidades financieras.

## Marco institucional

### Contexto nacional-provincial

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%). Adicionalmente, se determinó la posibilidad de que las provincias puedan tomar deuda con la Nación a fin de compensar la falta de devolución total de

### Crterios Relacionados

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

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. Por último el Acuerdo de Nación con el FMI en el 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. Para 2019, no se esperan cambios regulatorios estructurales en el marco de un año electoral.

Para el 2019, FIX considera que en un contexto de recesión económica la flexibilidad presupuestaria de las jurisdicciones se verá afectada, porque impactará directamente en una desaceleración de los recursos tributarios. A este efecto se suma la continuidad en la baja de las alícuotas de Ingresos Brutos (“IIBB”) en el marco de la armonización de alícuotas del Consenso Fiscal 2017, parcialmente compensado por el Consenso Fiscal 2018 que suspendió la eliminación gradual del impuesto a los sellos desde 2019. 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, podrían incrementar el gasto en el ejercicio fiscal 2019 por encima de la inflación, lo que a opinión de FIX debilita las herramientas legales de los sub-soberanos para una contención real del gasto en el marco de un año electoral, que podría derivar en un deterioro de los resultados presupuestarios.

## Provincia de Entre Ríos

De acuerdo a la Constitución de ER, 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 cuatro años, autorizándose una única reelección. Por su parte, el Poder Legislativo provincial está compuesto por dos cámaras: la de senadores y la de diputados. La primera está constituida por 17 miembros y la segunda por 34. Los mandatos de los legisladores duran cuatro años y las cámaras se renuevan completamente en cada elección. En ambas cámaras el partido gobernante cuenta con mayoría.

La provincia está subdividida políticamente en 17 departamentos, que carecen de forma de gobierno o administración autónoma y en 78 municipios que gozan de autonomía institucional, política, administrativa, económica y financiera gracias a la reforma de la Constitución Provincial del 2008. La Constitución Provincial garantiza a los municipios un régimen de coparticipación impositiva obligatoria del 16% de los impuestos Nacionales que corresponden a la Provincia por el régimen provincial de coparticipación de impuestos sin afectación específica y del 18% de la totalidad de la recaudación de los impuestos provinciales.

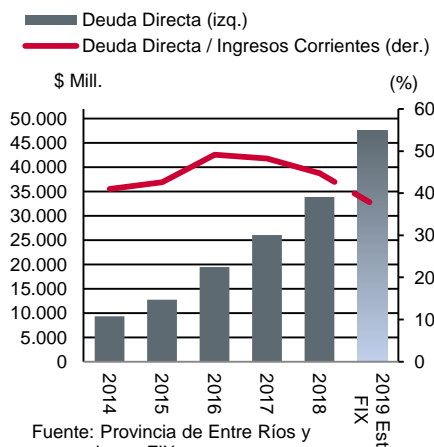
En cuanto al marco nacional, Entre Ríos adhirió al Consenso Fiscal 2017 y a la Adenda del Consenso Fiscal 2018 por lo cual goza con el beneficio de la prórroga de la baja del impuesto al sello y la flexibilidad en el gasto corriente para el 2019 si el ajuste en el 2018 fue por debajo de la inflación. Adicionalmente, la PER adhirió a la Ley de Responsabilidad Fiscal.

## Deuda y Liquidez

### Deuda

En 2018 la deuda directa ascendió a \$ 33.872,1 millones, lo que representa un 44,7% de los ingresos corrientes (*ver gráfico 1*). El stock se incrementó nominalmente sólo un 29,9%, a pesar

**Gráfico 1: Evolución de la Deuda**



de la depreciación de la moneda de 102,2% que impactó en la deuda denominada en dólares (82,5% en 2018). Esta baja variación se explica porque en 2018 se cancelaron obligaciones por \$ 3.803 millones con el Gobierno Nacional mediante el canje del Bono de Compensación en el marco del Consenso Fiscal, por lo que la deuda con Nación se redujo a 16,5% del stock desde un 37,2%. Durante el 2018, no hubo emisiones en mercado de capitales local e internacional, pero recibió el préstamo con el FGS de la ANSES por \$ 1.090,65 millones (equivalente al 3% del total de detracción del 15% en el marco de la devolución gradual de los recursos de coparticipación del ANSES) y préstamos con el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) de libre disponibilidad por \$ 600 que se adicionan a los \$ 900 contraídos en el 2017 cuyo vencimiento fue prorrogado. Estos préstamos son a 12 meses y a tasa variable (BADLAR). La PER está negociando con Nación para alcanzar un esquema de devolución a 48 meses de estos vencimientos, pero desde julio comenzó a abonar sus servicios por medio de detracciones de la coparticipación nacional.

Para el 2019, la PER espera refinanciar parte de los servicios de deuda y obtener préstamos para afrontar las necesidades financieras de la provincia. FIX estima que los niveles de apalancamiento se mantendrán en línea con los registrados en los últimos tres años considerando todo el uso del crédito presupuestado y un tipo de cambio al cierre de 2019 de \$ 52,5. Entre Ríos ya cuenta con autorizaciones legislativas para contraer un préstamo sindicado por hasta \$ 2.000 millones, un Programa de Títulos de Deuda Pública ER 2019 por hasta \$ 4.000 millones y un Programa de Letras del Tesoro 2019 por hasta \$ 2.958,7 millones. Adicionalmente por la Ley 10.480 queda un saldo remanente de emisión ya autorizado por \$ 3.100 millones. Ya en el 2019, ingresó el préstamo con el FGS por \$ 2.242 millones.

En el 2017, Entre Ríos emitió títulos en el mercado internacional por un total de USD 500 millones en dos tramos lo que le otorgó cierta holgura económico-financiera a la provincia, aliviando en cierta manera la presión de la liquidez, pero dada la importante depreciación de la moneda durante el 2018, la capacidad de pago se encuentra más ajustada. El 08.02.2017 se emitió un primer tramo por USD 250 millones y el 15.11.2017 los restantes USD 250 millones. Todos los títulos vencen en febrero de 2025, devengan una tasa nominal anual del 8,75% pagadera semestralmente, con una amortización en tres cuotas anuales a partir del 2023.

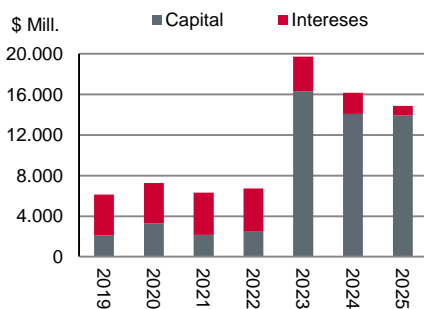
La composición de la deuda provincial se deterioró en cuanto acreedor y moneda, dado que los deudas concentrada con el Gobierno Nacional pasó a 16,5% en 2018 desde un 37,2% en 2017 y 39,9% en 2016, mientras que la deuda denominada en moneda extranjera pasó a 82,5% en 2018 frente a 55% en 2017 y 20,5% en 2016. Por su parte el plazo promedio de vida de la deuda mejoró considerablemente; al 31.12.2018 era de 4,5 años frente a 2,8 años en 2016 previo al acceso al mercado internacional.

En 2018 los servicios de deuda representaron un 116,9% del ahorro operativo (AO) y 17,5% de los ingresos corrientes; si se incluye la ISS estos ratios fueron de 335,3% y 14,9% respectivamente. Para el 2019, FIX espera exista un deterioro de la solvencia en términos del balance operativo pero no así de los ingresos corrientes. Los servicios de deuda podrían insumir un bajo 4,8% de los ingresos corrientes proyectados con ISS y un 5,7% si se excluyen las contribuciones de la seguridad social. Por lo expuesto, si bien los márgenes de la provincia se espera se reduzcan, la calificadora entiende que los niveles de refinanciación de deuda son alcanzables y razonables para las calificaciones vigentes. Con la deuda vigente, el mayor peso de la deuda se registra en el período 2023-2025 por los vencimientos parciales de capital del bono internacional nominado en dólares.

## Liquidez

La posición de liquidez es ajustada principalmente por la presión que ejerce el déficit previsional, aunque en 2018 registró cierta mejora gracias a la recomposición del margen operativo que

**Gráfica 2: Perfil Amortización de Deuda**



Fuente: PER en base a proyecciones provinciales y supuestos macrofiscuales FIX.

permitió, en términos relativos, un menor uso del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO) (5,3% de los ingresos totales frente a 7,9% en 2017).

La provincia cubre déficits transitorios del tesoro provincial con la utilización del FUCO, que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades transitorias de caja sin costo financiero. Adicionalmente la PER cuenta con otra fuente de liquidez a través de la emisión de Letras de Tesoro de corto plazo. Durante el 2018 no se emitieron Letras de Tesorería, pero se accedió a anticipos de coparticipación de Nación (en promedio de \$ 670,8 millones) que se cancelaron en el transcurso del mismo mes en que fueron utilizados. Estos adelantos no son consolidados como deuda pública con el Gobierno Nacional y son cancelados con los ingresos futuros de la coparticipación.

En el 2018 los indicadores de liquidez se mantuvieron relativamente estables respecto al año anterior: la deuda flotante representó 43,1 días del gasto primario y 10,9% respecto de los ingresos operativos de dicho año frente a 44,4 días y 12,1% respectivamente en el 2017. El carácter cortoplacista de la deuda obliga a la PER a lograr stocks de saldos líquidos suficientes para evitar arrastres de estos pasivos operativos de un ejercicio a otro, cuestión que no logra desde el 2011. En el 2018 los saldos líquidos cubrieron 0,5x (veces) de la deuda flotante.

## Contingencias

La PER es una de la provincias argentinas que no transfirió su sistema de seguridad social al gobierno nacional. Tal cual lo estipulado por ley, hasta el año 2010 los crecientes déficits previsionales fueron cubiertos por el Gobierno Nacional mediante acuerdos de transferencia. Sin embargo, durante el período 2011-2015 se interrumpieron estas transferencias por lo que la administración provincial comenzó a afrontar los déficits previsionales con recursos propios, deteriorando considerablemente el desempeño operativo de la provincia.

A partir de 2016, en el marco de la ley 27.260 (Armonización de Sistemas Previsionales Provinciales), el Gobierno Nacional comenzó a armonizar las Cajas Previsionales no transferidas. En dicho año solo transfirió \$ 740 millones, equivalente al 20% del déficit previsional de 2016. Luego de la firma del Consenso Fiscal 2017, se abandonó el criterio de armonización, sosteniendo el financiamiento pero derogando todo tipo de penalización por la persistencia de puntos no armonizados. La financiación se instrumenta mediante anticipos mensuales hasta la firma de un convenio bilateral de financiamiento entre ANSES y el ISS que determina el nivel de asistencia final.

Para 2017 la PER cerró el Convenio Bilateral de Financiamiento de la Caja mediante el cual ANSeS reconoció un déficit de \$ 2.788,3 millones, que significó una financiación del 55%. En dicho año recibió anticipos por \$ 893 millones, por lo que la diferencia se recibió en el 2018 en cuotas en el último trimestre del año. En 2018, los anticipos mensuales fueron de \$ 109 millones (\$ 1.308 millones anuales), lo que genera cierto alivio financiero para cubrir el déficit previsional, hasta tanto se consolide el monto final en un nuevo Convenio Bilateral con el Gobierno Nacional. En 2019, Entre Ríos está recibiendo en forma de anticipos \$ 232 millones, equivalente al monto anual del acuerdo 2017 mensualizado.

Al analizar las cuentas provinciales incorporando el peso de las ISS se observa que el déficit previsional afecta fuertemente el desempeño operativo y la flexibilidad presupuestaria de Entre Ríos, en 2018 el margen operativo de 15,0% se reduce a 4,4% si se incluyen las ISS. Cabe destacar que el resultado operativo de la Administración Central y Organismos Descentralizados está parcialmente sobreestimado, debido a que se consideran como recursos operativos las trasferencias que recibe la Administración Central por parte de Nación en concepto de asistencia financiera a la Caja Previsional, pero que luego debe transferir para financiar el déficit de esta institución. El resultado operativo de la Administración General es del 4,4%, pero si se consideran

estos recursos como transferencias corrientes a la Administración Central el margen se eleva hasta el 15,0% y si se considerara que se transfieren directamente al ISS, se contraería este último hasta el 12,8% (ver Gráfico 4).

En cuanto a empresas públicas que no consolidan presupuestariamente con la administración provincial, podemos destacar a ENERSA, empresa de energía eléctrica de ER. El ajuste realizado a las tarifas permite mantener los planes de inversión de la compañía. La transferencia de responsabilidades de Nación a provincias sobre la tarifa social eléctrica, impactará en mayores transferencias a la empresa, estimadas en \$ 20 millones mensuales.

## Desempeño presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se analizaron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2014-2018, ejecuciones parciales a marzo 2018 y 2019, y presupuesto 2019. En los Anexos A y B se exponen los datos consolidados únicamente de la Administración Central y Organismos Descentralizados a efectos de que las cuentas sean comparables con el consolidado provincial.

## Ingresos operativos

Al primer trimestre de 2019, los ingresos operativos de la PER evolucionaron muy por debajo de la inflación interanual (36,1% frente a un 54,8%) y la calificadora espera que al cierre del ejercicio 2019 podrían estar 10 puntos porcentuales por debajo. Esto muestra una fuerte desaceleración de la evolución de los ingresos, dado que en el 2018, crecieron un 40,2% con respecto al 2017, por encima de la inflación promedio anual (33,7%).

El crecimiento registrado en los primeros meses de 2019 incluye la moratoria que se lanzó como Plan de Pagos por deudas sobre impuestos provinciales. Este plan tuvo un efecto positivo sobre la evolución de los recursos (explica aproximadamente el 20% del crecimiento) que compensa en parte la fuerte desaceleración por la recesión económica. Adicionalmente, durante este año van a ingresar pagos diferidos del 2018 por el impuesto inmobiliario rural, dada la fuerte sequía que hubo dicho año y determinó la emergencia provincial y la postergación en el pago del impuesto.

La estructura de ingresos operativos de la PER es pro-cíclica, donde el peso de los ingresos por el impuesto a los ingresos brutos (IIBB) y coparticipación de impuestos (cuyos principales componentes son el IVA y el impuesto a las ganancias) promedia el 79,7% para el período 2014-2018, cuyas respectivas evoluciones recaudatorias están estrechamente vinculadas al nivel de actividad económica y de precios.

En 2018 el crecimiento de los ingresos operativos se explicó por el incremento de los recursos propios (+33,4%), motorizados por el impuesto IIBB (+38,3%) dado que hubo ajustes de alguna alícuotas que permitió un crecimiento por encima de la inflación y; por la evolución de ingresos federales (+38,3%). Estos últimos también se incrementaron por la devolución progresiva del 3%, en el marco de la eliminación gradual de la retención del 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social.

La PER depende en gran medida de las transferencias de origen federal: en promedio para el período 2014-2018 la participación de estos recursos representaron un 64,1% de los ingresos operativos, por encima del consolidado provincial (56,1%). Lo anterior le resta flexibilidad presupuestaria a la provincia por el lado de los ingresos, aunque se destaca que la dependencia es principalmente de recursos que se distribuyen en forma automática bajo lo estipulado por Ley.

De acuerdo al Presupuesto 2019, se espera que los ingresos operativos aumenten nominalmente un 28,1% respecto a 2018, pero FIX con información al primer trimestre, estima en su escenario base que se incrementarían anualmente un 41,5%. La diferencia en las expectativas de crecimiento respecto al presupuesto se fundamenta en distintos supuestos

**Tabla 1: Ingresos Operativos**  
(millones de pesos corrientes)

	2016	2017	2018
- Ingresos Brutos	5.932	8.580	11.870
- Sellos	610	1.137	1.370
- Inmobiliario	1.998	2.500	2.927
- Patentes	1.032	1.312	1.618
- Otros Tributarios	845	1.017	1.068
<b>Tributarios provinciales</b>	<b>10.416</b>	<b>14.546</b>	<b>18.854</b>
Regalías	135	139	111
Tasas, Derechos y otros	1.011	1.793	3.064
<b>Tributarios nacionales</b>	<b>25.411</b>	<b>34.086</b>	<b>47.130</b>
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>2.719</b>	<b>3.188</b>	<b>6.206</b>
<b>Total ingresos operativos<sup>a</sup></b>	<b>39.692</b>	<b>53.751</b>	<b>75.365</b>

<sup>a</sup> - no incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados).

Fuentes: Entre Ríos y cálculos de FIX.

asumidos con relación a las pautas macrofiscales. Para sus proyecciones 2019, FIX asume una caída del crecimiento económico de 1,5% del PBI y una pauta de inflación promedio del 49,2%.

El Consenso 2017 estableció una serie de compromisos respecto a los impuestos provinciales, para lo cual definió un sendero de reducción de alícuotas de ingresos brutos, fijando topes a cada línea de actividad, y eliminación gradual del tributo a los sellos desde 2019 (postergado por la Adenda del Consenso 2018). Dentro de este marco, la provincia eliminó la alícuota a las industrias foráneas y modificó las correspondientes a las siguientes actividades: industria, transporte, intermediación financiera, y eliminó el impuesto a la transmisión gratuita de bienes. Se esperan impactos de estas medidas desde el presente ejercicio.

Por otro lado, la agencia de recaudación emprendió políticas tendientes a mejorar el control y la eficiencia recaudatoria en los distintos impuestos provinciales.

## Gastos operativos

Los gastos operativos en 2018 totalizaron \$ 64.034,5 millones, equivalente a un aumento nominal del 31,1% con respecto al 2017, por debajo de la inflación promedio del 33,7%, aunque se espera una recomposición salarial para 2019 en un contexto de elevados niveles de inflación. Por ello, FIX espera márgenes operativos más bajos que los registrados en el 2018.

Por su parte las transferencias al sector público y privado en el 2018 registraron un aumento del 33,4% y en el primer trimestre de 2019 un incremental de 43,8%. Esta evolución obedece principalmente al traslado que realizó Nación a las provincias sobre la responsabilidad en subsidios al transporte terrestre urbano y la tarifa eléctrica diferencial. Para el 2019 se estima que este gasto ascenderá a \$ 768 millones, un muy bajo 0,8% de los gastos operativos provinciales proyectados.

Según el presupuesto 2019, se espera un crecimiento del gasto operativo del 22,9% respecto al 2018, pero FIX en base a diferentes pautas macrofiscales y cierta recuperación real de los salarios de la planta de personal existente, estima que podría aumentar hasta un 47,8%. Si bien el congelamiento de la planta estipulado por el Ejecutivo ayuda que a la rigidez presupuestaria no sea tan elevada e incluso se haya reducido el último año (gasto personal versus gasto operativo fue 67,4% en 2018 frente a 68,1% en 2017 y versus a ingresos operativos de 57,3% y 61,8% respectivamente), los altos niveles de inflación condicionan la evolución de la masa salarial. A su vez este congelamiento impacta en el déficit de la Caja Previsional dado que se reduce la relación de activos versus los pasivos.

## Ahorro operativo e inversión

La PER logró, en el periodo 2013-2016 y en un marco de mayores presiones inflacionarias, registrar márgenes operativos (ahorro operativo sobre ingresos operativos) positivos en el orden del 7,3% sin considerar el peso de la ISS. Sin embargo, si se considera el peso de la misma, el margen operativo se torna negativo en 0,5% para el mismo periodo.

En 2018 el margen operativo fue de 15,0%, siguiendo la recomposición de los últimos años (9,2% en 2017 y 3,2% en 2016) y 4,4% considerando las ISS. La mejora se explica por una adecuada evolución de los ingresos operativos (+40,2%) respecto a la contención del gasto (+31,1%) (ver gráfico 3). Sin embargo, la Caja Previsional sigue siendo la principal restricción presupuestaria de la PER, con un importante peso de las jubilaciones y pensiones con relación a las prestaciones. Las transferencias de Nación para financiar parte del déficit de la Caja, permitió una mejora del margen a nivel general de la administración, aunque el peso relativo de la Caja aumentó en los últimos años. En el 2018 si la provincia no hubiera recibido anticipos por parte de Nación el margen del 4,4% se hubiera reducido a 3%.

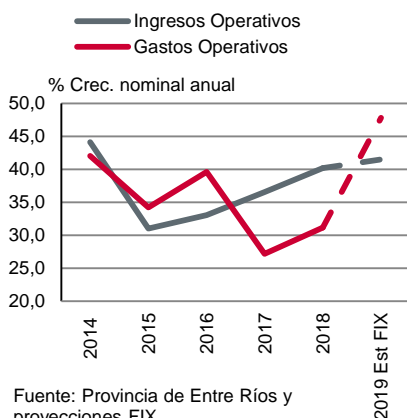
**Tabla 2: Gastos Operativos**  
(millones de pesos corrientes)

	2016	2017	2018
- Personal	26.290	33.233	43.187
- Bs y Ss no personales	3.212	4.377	5.878
-Transferencias corrientes	8.930	11.219	14.969
<b>Total gastos operativos<sup>a</sup></b>	<b>38.432</b>	<b>48.829</b>	<b>64.035</b>

<sup>a</sup> - no incluye intereses pagados.

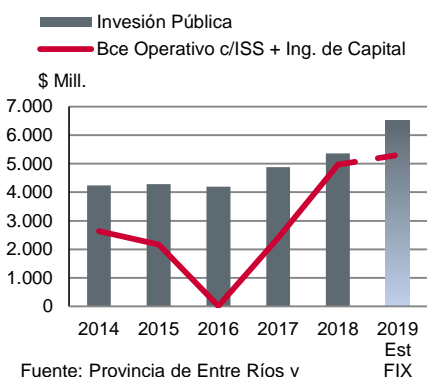
Fuentes: Entre Ríos y cálculos de FIX.

**Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos**



Fuente: Provincia de Entre Ríos y proyecciones FIX

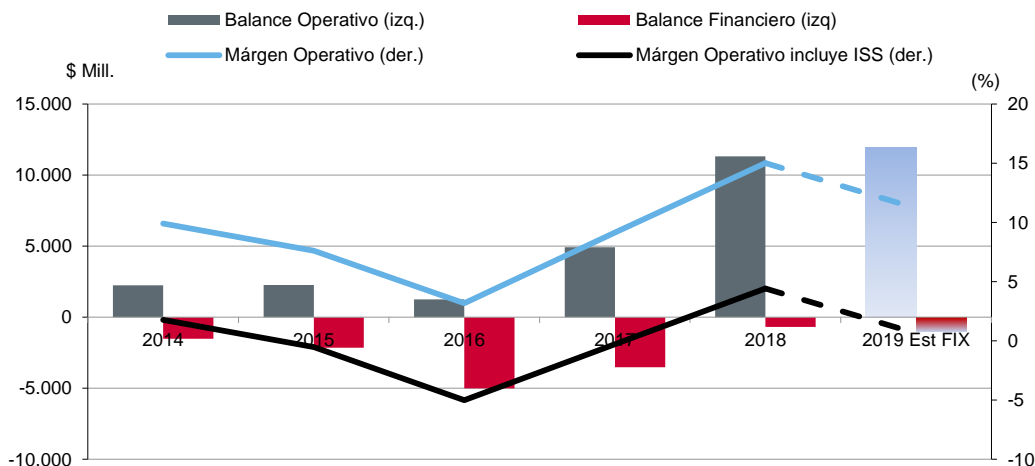
**Gráfica 5: Ahorro e Inversión**



Fuente: Provincia de Entre Ríos y proyecciones FIX

FIX prevé para el 2019 un margen operativo del orden de 11,2% y 0,7% considerando las ISS, inferior respecto al último año, aunque consistente con las calificaciones vigentes. La calificadora asume supuestos más conservadores sobre el crecimiento económico nacional y la evolución del gasto considerando un año electoral y cierta recomposición del salario real por lo que las previsiones difieren de lo presupuestado (18,9% y 8,6% con ISS).

**Gráfico 4: Desempeño Presupuestario**



Fuente: Provincia de Entre Ríos y proyecciones FIX

La inversión pública depende principalmente de la evolución de las transferencias de capital de parte del Gobierno Nacional (*ver gráfico 5*), dado que los márgenes operativos se han visto presionados por la dinámica del gasto operativo y el déficit de la ISS. El gasto de capital de ER se concentró principalmente en obras viales (rutas y caminos rurales), en vivienda y urbanización.

En cuanto a la inversión, el presupuesto 2019 prevé un importante crecimiento hasta alcanzar el 12,4% de los ingresos corrientes aunque esta suele presupuestarse por encima de lo que se proyecta ejecutar, lo cual depende de diversas variables como ser; resolución de procesos licitatorios, obtención del financiamiento u otras cuestiones operativas.

## Gestión y Administración

El actual Gobernador de ER es el Contador Gustavo Bordet, perteneciente al Partido Frente para la Victoria, quien fue electo en las últimas elecciones del 25 de octubre de 2015 para gobernar la provincia por el período 2015-2019. En el pasado Bordet fue Intendente de Concordia por dos mandatos consecutivos (2007-2011 y 2011-2015). Actualmente el partido del gobernador cuenta con mayoría en la Cámara de Diputados.

El pasado 9 de junio de 2019 hubo elecciones en la provincia para el período 2020-2023, siendo reelegido Bordet para un nuevo mandato de gobernador con el 57,43% de los votos.

## Perfil Socioeconómico

ER es una de las 24 provincias argentinas, localizada en la Mesopotamia argentina, formando parte de la Región Centro de la Argentina, cuya superficie representa el 2,8% del territorio nacional. Su ciudad capital es Paraná.

## Población y condición social

De acuerdo al censo 2010, ER es la séptima provincia argentina más poblada con 1.235.994 habitantes, equivalente al 3,1% de la población nacional. La población entrerriana aumentó un



7,9% respecto al censo 2001, por debajo del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. El 45% de la población se concentra en cuatro municipios, siendo el principal la ciudad capital, Paraná.

La favorable evolución del nivel de actividad de la economía entrerriana en los últimos años estuvo acompañada por una mejora en los indicadores de desempleo, pobreza e indigencia.

Según INDEC la tasa de desempleo del Gran Paraná fue del 5,6% al primer trimestre de 2019 versus el 4,2% del primer trimestre 2018. Por otra parte, también al primer trimestre de 2019, el desempleo registró un 10,1% para el consolidado de aglomerados urbanos.

Adicionalmente la pobreza en el Gran Paraná al segundo semestre 2018 fue del 29,4%, contra un 18,6% a igual período de 2017. Asimismo, la indigencia registró un 6,7% en 2018 contra un 3,7% de 2017.

## **Economía**

ER posee una ubicación geográfica y una dotación de recursos naturales excepcionales. Está situada en la región noreste de la Argentina, el corazón del Mercosur. Por ella pasa el corredor bioceánico sudamericano que une Chile, Argentina, Uruguay y el Sur de Brasil, y la hidrovía Paraná-Paraguay. Asimismo, ER es adyacente a la Provincia de Buenos Aires, principal mercado de producción y consumo de la Argentina. La totalidad de la superficie de tierra firme es apta para la ganadería, en tanto el 53% de la superficie entrerriana es apta para la actividad agrícola, que junto a sus industrias relacionadas representan el núcleo de la estructura productiva y exportadora de ER.

El Producto Bruto Provincial (a precios constantes) durante el período 2010-2014 tuvo un crecimiento real estimado del 21%, siendo los sectores Productores de Bienes los que mayor aumento han mostrado durante dicho período, con una variación del 25%. Dentro del mismo, todos los sectores han presentado variaciones positivas a excepción de la pesca –que tuvo una pequeña contracción del 4%- siendo los sectores más dinámicos la “Industria Manufacturera” (con un incremento del 34%), la “Explotación de Minas y Canteras” (con el 28%) y la “Agricultura, ganadería, caza y silvicultura” (con el 20% de aumento).

En el período analizado, entre los sectores Productores de Servicios cuyo crecimiento fue del 18% entre 2010 y 2014 donde se destacan el crecimiento del sector financiero con un aumento del 92% y los Servicios Sociales y de Salud con un crecimiento de 28% y el Comercio mayorista y minorista se expandió finalmente un 24%.

En el 2016 las exportaciones entrerrianas registraron un total de USD FOB 1.242,9 millones lo que representó una caída del 37% respecto del 2012. Cabe destacar que la baja del crecimiento se observa a partir del año 2013 en donde sistemáticamente las exportaciones decrecieron año a año. En términos de composición, el 55,6% de las exportaciones se concentró en el sector primario mientras que el 36,2% en el sector agroindustrial y el restante 8,2% en el sector industrial.

## Anexo A

### Provincia de Entre Ríos

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2014	2015	2016	2017	2018	IT 2018	IT 2019
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	20.360,4	27.550,1	35.827,5	48.631,4	65.983,9	14.277,3	19.868,9
Otras transferencias Corrientes recibidas	1.142,0	1.514,4	2.719,0	3.187,7	6.205,8	1.160,9	1.281,3
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	1.266,8	813,8	1.145,5	1.932,4	3.175,1	366,9	355,6
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>22.769,2</b>	<b>29.879,0</b>	<b>39.692,0</b>	<b>53.751,5</b>	<b>75.364,8</b>	<b>15.805,1</b>	<b>21.505,7</b>
Gastos operativos	-20.513,7	-27.604,7	-38.432,0	-48.829,0	-64.034,6	-12.279,5	-17.440,8
<b>Balance Operativo</b>	<b>2.255,5</b>	<b>2.274,3</b>	<b>1.260,0</b>	<b>4.922,1</b>	<b>11.330,2</b>	<b>3.525,7</b>	<b>4.065,0</b>
Intereses cobrados	0,3	0,3	1,2	318,8	385,2	81,5	149,2
Intereses pagados	-229,3	-470,3	-1.315,9	-1.885,9	-2.742,9	-977,2	-1.325,7
<b>Balance Corriente</b>	<b>2.026,5</b>	<b>1.804,4</b>	<b>-54,8</b>	<b>3.355,0</b>	<b>8.972,5</b>	<b>2.629,9</b>	<b>2.888,4</b>
Ingresos de capital	2.156,5	2.356,0	2.411,9	2.570,2	2.314,8	482,3	209,5
Gasto de capital	-4.234,5	-4.281,3	-4.188,4	-4.875,0	-5.359,6	-740,9	-1.028,9
<i>Balance de capital</i>	<i>-2.078,0</i>	<i>-1.925,4</i>	<i>-1.779,5</i>	<i>-2.304,8</i>	<i>-3.044,8</i>	<i>-258,6</i>	<i>-819,5</i>
<b>Balance Financiero previo ítems figurativos</b>	<b>-51,5</b>	<b>-121,0</b>	<b>-1.831,3</b>	<b>1.050,2</b>	<b>5.927,7</b>	<b>2.371,4</b>	<b>2.068,9</b>
<b>Balance Financiero</b>	<b>-1.515,4</b>	<b>-2.136,6</b>	<b>-5.005,9</b>	<b>-3.520,4</b>	<b>-687,5</b>	<b>1.510,3</b>	<b>881,1</b>
Nueva deuda	1.985,3	3.519,0	7.443,8	11.107,3	2.063,6	6.532,8	2.327,3
Amortización de deuda	-2.032,9	-3.288,4	-5.019,8	-7.478,6	-10.498,4	-9.862,9	-3.894,5
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>-47,6</i>	<i>230,6</i>	<i>2.424,0</i>	<i>3.628,8</i>	<i>-8.434,9</i>	<i>-3.330,2</i>	<i>-1.567,1</i>
<b>Resultado Final</b>	<b>-1.563,0</b>	<b>-1.906,0</b>	<b>-2.581,9</b>	<b>108,4</b>	<b>-9.122,4</b>	<b>-1.819,9</b>	<b>-686,0</b>
<b>DEUDA</b>							
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	1.012,3	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	9.335,7	12.727,2	19.490,9	25.072,5	33.872,1	26.535,0	40.109,7
<b>Deuda Directa</b>	<b>9.335,7</b>	<b>12.727,2</b>	<b>19.490,9</b>	<b>26.084,8</b>	<b>33.872,1</b>	<b>26.535,0</b>	<b>40.109,7</b>
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Riesgo Directo</b>	<b>9.335,7</b>	<b>12.727,2</b>	<b>19.490,9</b>	<b>26.084,8</b>	<b>33.872,1</b>	<b>26.535,0</b>	<b>40.109,7</b>
- Liquidez	1.948,7	3.184,0	2.939,5	4.451,8	4.106,9	3.307,6	8.819,6
<b>Riesgo Directo Neto</b>	<b>7.387,0</b>	<b>9.543,2</b>	<b>16.551,4</b>	<b>21.633,0</b>	<b>29.765,2</b>	<b>23.227,4</b>	<b>31.290,1</b>
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	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	0,0	0,0
<b>Riesgo Final Neto</b>	<b>7.387,0</b>	<b>9.543,2</b>	<b>16.551,4</b>	<b>21.633,0</b>	<b>29.765,2</b>	<b>23.227,4</b>	<b>31.290,1</b>
<b>Datos sobre Riesgo Directo</b>							
<i>moneda extranjera</i>	<i>31,8</i>	<i>32,0</i>	<i>20,5</i>	<i>46,1</i>	<i>82,5</i>	<i>37,9</i>	<i>79,8</i>
<i>no bancaria</i>	<i>17,9</i>	<i>20,0</i>	<i>11,5</i>	<i>40,9</i>	<i>55,6</i>	<i>38,3</i>	<i>54,1</i>
<i>tasa de interés fija</i>	<i>55,6</i>	<i>44,6</i>	<i>73,4</i>	<i>96,1</i>	<i>67,9</i>	<i>96,8</i>	<i>99,5</i>

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

## Anexo B

### Provincia de Entre Ríos

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2014	2015	2016	2017	2018	IT 2018	IT 2019
<b>Ratios de Desempeño Presupuestario</b>							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	9,9	7,6	3,2	9,2	15,0	22,3	18,9
Balance corriente/Ingresos Corrientes <sup>a</sup> (%)	8,9	6,0	-0,1	6,2	11,8	16,6	13,3
Balance financiero/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	-0,2	-0,4	-4,3	1,9	7,6	14,5	9,5
Resultado final/Ingresos totales (%)	-0,8	0,3	1,4	8,3	-3,2	-5,9	2,3
Crecimiento de ingresos operativos (variación %)	44,1	31,2	32,8	35,4	40,2	n.d.	36,1
Crecimiento de gasto operativo (variación %)	42,0	34,6	39,2	27,1	29,9	n.d.	42,0
Crecimiento de balance corriente (variación %)	69,8	-11,0	-103,0	-6222,2	168,3	n.d.	9,8
<b>Ratios de Deuda</b>							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	22,6	26,6	34,7	25,3	23,0	n.d.	33,8
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,0	1,6	3,3	3,5	3,6	6,2	6,2
Balance operativo/Intereses pagados (x)	9,84	4,83	0,96	2,61	4,13	3,61	3,06
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes	7,3	8,7	11,8	12,4	13,1	12,9	6,0
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	73,5	114,3	371,2	136,4	87,3	58,1	32,1
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	41,0	42,6	49,1	48,2	44,7	41,8	46,3
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	41,0	42,6	49,1	48,2	44,7	41,8	46,3
Deuda directa/Balance corriente (x)	4,6	7,1	-355,7	7,8	3,8	2,5	3,5
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	4,6	7,1	-355,7	7,8	3,8	2,5	3,5
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	32,4	31,9	41,7	40,0	39,3	36,6	36,1
Deuda directa per capita (\$)	7.333	9.898	14.605	19.547	25.382	19.884	30.056
<b>Ratio de Ingresos</b>							
Ingresos operativos/Ingresos operativos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	89,4	92,3	90,3	90,5	87,6	90,3	92,4
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	28,5	28,0	29,1	29,9	28,6	30,3	29,2
Transferencias corrientes/Ingresos operativos	5,0	5,1	6,9	5,9	8,2	7,3	6,0
Ingresos operativos/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	91,3	92,8	94,3	94,9	96,5	96,6	98,4
Ingresos totales per capita (\$)	19.579	25.070	31.551	42.444	58.498	49.064	65.536
<b>Ratios de Gasto</b>							
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	67,1	68,2	68,4	68,1	67,4	69,3	69,0
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto	23,6	22,8	23,2	23,0	23,4	23,7	24,0
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de capital/Gasto total (%)	15,7	12,0	8,6	7,7	6,5	3,1	4,3
Gasto total per capita (\$)	21.217	27.722	36.685	47.260	61.923	71.519	71.008
<b>Financiamiento de Gasto de Capital</b>							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	47,9	42,1	-1,3	68,8	167,4	354,9	280,7
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	50,9	55,0	57,6	52,7	43,2	65,1	20,4
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	-1,1	5,4	57,9	74,4	-157,4	-449,5	-152,3

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

<sup>a</sup> incluye intereses cobrados

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

## Anexo C. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el día 31 de julio de 2019, confirmó la calificación de largo plazo en 'BBB-(arg)', Perspectiva Estable de la Provincia de Entre Ríos (PER) y asignó la calificación de corto plazo 'A3(arg)'.

Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Endeudamiento de Largo Plazo	BBB-(arg)	Estable	BBB-(arg)	Estable
Endeudamiento de Corto Plazo	A3(arg)	No aplica	No aplica	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) de corto plazo:** 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 calificados con categorías superiores.

**Notas:** 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 determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado a julio de 2019 y asimismo la siguiente información pública disponible en [www.entrerios.gov.ar](http://www.entrerios.gov.ar):

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda consolidada y flotante para el período 2014-2018 y a marzo de 2018 y 2019.
- Presupuesto aprobado del año 2019.
- Detalle de Saldo de Caja y Bancos para cada cierre de ejercicio.

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones otorgadas.

**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)). Los informes se encuentran disponibles en '[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 calificadora-, 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 dissemination 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.