

Provincia de Entre Ríos

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor

Largo Plazo	BB-(arg)
Corto Plazo	B(arg)

Rating Watch

Negativo

Información Financiera

Provincia de Entre Ríos (ER)	31 Dic 2019 p	31 Dic 2018
Ingresos Operativos (\$ millones)	105.207	75.365
Deuda (\$ millones)	54.342	33.872
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	11,4	15,2
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	5,0	13,1
Deuda/ Balance Corriente (x)	5,8	3,8
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	3,4	4,1
Gasto Capital/ Gasto Total (%)	6,3	6,5
Balance Financiero/ Ingresos Totales (%)	-6,4	-0,9
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	145,1	167,4

* p – datos provisorios

Gasto Total: incluye amortizaciones de deuda

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

Informes relacionados

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

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

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

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

Analistas

Analista Principal

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

Analista secundario

Diego Estrada
 Director Asociado
 +54 11 5235-8126
diego.estrada@fixscr.com

Responsable del sector

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

Factores relevantes de la calificación

Acciones de calificaciones: FIX bajó a 'BB-(arg)' desde 'BB(arg)' la calificación de largo plazo y confirmó en 'B(arg)' la de corto plazo de la Provincia de Entre Ríos (PER). La acción de baja obedece a que FIX prevé un escenario macroeconómico más adverso al considerado originalmente, con una mayor caída del nivel de actividad para el corriente año, que impacta directamente en las expectativas de márgenes operativos muy ajustados e incluso deficitarios incluyendo la Caja Previsional, con niveles de liquidez muy restrictivos y mayores necesidades financieras para el 2020. Esto repercute en un deterioro de la solvencia de la Provincia.

Rating Watch Negativo (RWN): FIX colocó en RWN las calificaciones de corto y largo plazo de la PER por el sector donde se desenvuelve. FIX entiende que el entorno operativo es aún más adverso al considerado originalmente, con una mayor caída del nivel de actividad para el corriente año y dentro de un contexto de incumplimiento y renegociación de deuda soberana, que deteriora la flexibilidad fiscal y financiera de los sub-soberanos. El RWN refleja la opinión de FIX de que en este entorno el Gobierno Nacional podría condicionar a los sub-soberanos a realizar operaciones de administración de pasivos; o que las jurisdicciones, busquen modificar las condiciones de las obligaciones vigentes. El Ejecutivo Nacional podría limitar a los sub-soberanos mediante modificaciones al marco regulatorio tanto en materia de transferencias automáticas o discrecionales, refinanciamientos de servicios de deuda con el Gobierno Nacional u organismos controlados (FFDP/FGS-ANSeS/Banco Nación) y/o imponer responsabilidades de gastos o regulaciones cambiarias que afecten la capacidad de cumplimiento en tiempo y forma de sus obligaciones financieras.

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 PER 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.

Entorno operativo debilitado: 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. En el marco del Programa para la Emergencia Financiera Provincial creado por el Gobierno Nacional por el Decreto N° 352/2020, Entre Ríos firmó el convenio para acceder a un préstamo con el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) por \$ 3.500 millones con plazo de 36 cuotas, período de gracia hasta el 31.12.2020 y una tasa del 0,1%.

Ajustada liquidez y deterioro de la capacidad de pago: la posición de liquidez es ajustada principalmente por la presión que ejerce el déficit previsional. Se suma la importante devaluación registrada desde 2018 que impactó en la deuda en dólares y en la carga de los servicios de deuda, deteriorando la capacidad de pago. Con un fuerte balance financiero deficitario 2019, los niveles de liquidez se deterioraron aún más, por lo que se recurrió a contraer un préstamo sindicado y a un aumento de la deuda flotante como instrumentos de financiación. FIX prevé, para el 2020, un mayor deterioro con un alto riesgo de refinanciación de los servicios, aunque la

mayor carga de deuda se da a partir del 2023 con la amortización en tres cuotas anuales del bono internacional. A pesar de una liquidez restringida, FIX entiende que la Provincia cuenta con instrumentos financieros para afrontar sus compromisos de deuda durante el 2020.

Fuerte presión de la Caja Previsional: FIX observa un aumento del peso de la Caja sobre las cuentas provinciales e incertidumbre sobre la previsibilidad de esta financiación a futuro. Aún no se cerraron los Convenio Bilateral 2018 y 2019, aunque en el año 2020 se están recibiendo anticipos mensuales por \$ 330 millones, lo que genera cierto alivio financiero para cubrir el déficit previsional, hasta tanto se consolide el monto final en un nuevo Convenio. La Caja de Jubilaciones continuará siendo la principal limitante de calificación, dado que el déficit previsional afecta fuertemente el desempeño operativo. En 2019 el margen operativo de 11,4% se redujo a negativo de 0,7% si se incluyen las Instituciones de la Seguridad Social (ISS) y para el 2020 FIX prevé esta situación se agrave.

Deterioro del desempeño presupuestario: FIX espera en 2020 un margen operativo de 10,4%, con un deterioro respecto a los últimos dos años (11,4% en 2019 y 15% en 2018). La baja esperada se sustenta en una menor dinámica de ingresos y mayor presión por el lado del gasto en el contexto del COVID19. Esta situación se agrava considerablemente si se incorporan las ISS, donde el margen operativo esperado se torna negativo en 5,6%. En este contexto el Gobierno Nacional se encuentra asistiendo a las provincias mediante transferencias de Aportes del Tesoro Nacional (ATN) también en el marco del Decreto N° 352/2020. Hasta el mes de mayo, Entre Ríos recibió \$ 1.426 millones por este concepto que le otorga cierto alivio en la liquidez.

Moderado nivel de endeudamiento: FIX estima que el apalancamiento se ubique cercano al 50% de los ingresos corrientes proyectados en 2020, asumiendo todo el uso del crédito presupuestado. En 2019 la deuda representó un 51,2% de los ingresos corrientes y significó un aumento nominal de 60,4%, explicado en parte por la depreciación de la moneda del 58,8% interanual que impacta sobre el 80% denominado en moneda extranjera al 2019. De no mediar una mejora en los márgenes operativos el riesgo de refinanciación es alto para los próximos años, lo cual se agrava en un mercado de crédito voluntario restringido.

Sensibilidad de la calificación

Rating Watch Negativo: en 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. El RWN podría ser removido en caso de una mejora material del entorno macroeconómico y operativo; o en caso de que las jurisdicciones realicen una administración de pasivos que no sea considerado forzosa.

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.

Necesidades financieras: de no mediar operaciones financieras y/o asistencia o compensación de Nación a fines de descomprimir los requerimientos de liquidez de corto plazo, se podría accionar a nuevas bajas de calificación.

Desempeño de la Caja Previsional: una mayor previsibilidad en el tiempo sobre la financiación del déficit de la Caja por parte de Nación y su formalización a través del convenio bilateral de financiamiento, podría accionar a la suba las calificaciones.

Anexo A

Provincia de Entre Ríos

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2015	2016	2017	2018	2019p	IT 2019	IT 2020
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	27.550,1	35.827,5	48.631,4	65.983,9	97.007,1	19.868,9	27.599,1
Otras transferencias Corrientes recibidas	1.514,4	2.719,0	3.187,7	6.205,8	5.321,2	1.281,3	3.126,0
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	813,8	1.145,5	1.932,4	3.175,1	2.878,6	355,6	582,1
Ingresos Operativos	29.879,0	39.692,0	53.751,5	75.364,8	105.207,0	21.505,7	31.307,2
Gastos operativos	-27.604,7	-38.432,0	-48.829,0	-64.034,6	-93.234,7	-17.440,8	-26.099,1
Balance Operativo	2.274,3	1.260,0	4.922,1	11.330,2	11.972,3	4.065,0	5.208,1
Intereses cobrados	0,3	1,2	318,8	385,2	985,3	149,2	98,2
Intereses pagados	-470,3	-1.315,9	-1.885,9	-2.742,9	-3.539,3	-1.325,7	-2.170,3
Balance Corriente	1.804,4	-54,8	3.355,0	8.972,5	9.418,3	2.888,4	3.136,1
Ingresos de capital	2.356,0	2.411,9	2.570,2	2.314,8	922,8	209,5	154,9
Gasto de capital	-4.281,3	-4.188,4	-4.875,0	-5.359,6	-6.490,1	-1.028,9	-860,3
<i>Balance de capital</i>	<i>-1.925,4</i>	<i>-1.779,5</i>	<i>-2.304,8</i>	<i>-3.044,8</i>	<i>-5.567,3</i>	<i>-819,5</i>	<i>-705,5</i>
Balance Financiero previo ítems figurativos	-121,0	-1.831,3	1.050,2	5.927,7	3.851,0	2.068,9	2.430,6
Balance Financiero	-2.136,6	-5.005,9	-3.520,4	-687,5	-6.853,4	881,1	-19,6
Nueva deuda	3.519,0	7.443,8	11.107,3	2.063,6	5.715,1	2.327,3	73,6
Amortización de deuda	-3.288,4	-5.019,8	-7.478,6	-10.498,4	-1.792,4	-3.894,5	-155,5
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>230,6</i>	<i>2.424,0</i>	<i>3.628,8</i>	<i>-8.434,9</i>	<i>-3.922,6</i>	<i>-1.567,1</i>	<i>-81,9</i>
Resultado Final	-1.906,0	-2.581,9	108,4	-9.122,4	-2.930,8	-686,0	-101,5
DEUDA							
Corto Plazo	0,0	0,0	1.012,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	12.727,2	19.490,9	25.072,5	33.872,1	54.341,7	40.109,7	57.745,5
Deuda Directa	12.727,2	19.490,9	26.084,8	33.872,1	54.341,7	40.109,7	57.745,5
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	12.727,2	19.490,9	26.084,8	33.872,1	54.341,7	40.109,7	57.745,5
- Liquidez	3.184,0	2.939,5	4.451,8	4.106,9	4.502,7	8.819,6	6.115,5
Riesgo Directo Neto	9.543,2	16.551,4	21.633,0	29.765,2	49.839,0	31.290,1	51.630,0
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
Riesgo Final Neto	9.543,2	16.551,4	21.633,0	29.765,2	49.839,0	31.290,1	51.630,0
Datos sobre Riesgo Directo							
<i>moneda extranjera</i>	<i>32,0</i>	<i>20,5</i>	<i>46,1</i>	<i>82,5</i>	<i>80,0</i>	<i>79,8</i>	<i>80,9</i>
<i>no bancaria</i>	<i>20,0</i>	<i>11,5</i>	<i>40,9</i>	<i>55,6</i>	<i>55,1</i>	<i>54,1</i>	<i>55,8</i>
<i>tasa de interés fija</i>	<i>44,6</i>	<i>73,4</i>	<i>96,1</i>	<i>67,9</i>	<i>66,0</i>	<i>99,5</i>	<i>59,6</i>

p- datos provisorios

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

	2015	2016	2017	2018	2019p	IT 2019	IT 2020
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	7,6	3,2	9,2	15,0	11,4	18,9	16,6
Balance corriente/Ingresos Corrientes (%)	6,0	-0,1	6,2	11,8	8,9	13,3	10,0
Balance financiero/Ingresos totalesb (%)	-0,4	-4,3	1,9	7,6	3,6	9,5	7,7
Resultado final/Ingresos totales (%)	-5,9	-6,1	0,2	-11,7	-2,7	-3,1	-0,3
Crecimiento de ingresos operativos (variación %)	31,2	32,8	35,4	40,2	39,6	36,1	45,6
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	34,6	39,2	27,1	31,1	45,6	42,0	49,6
Crecimiento de balance corriente (variación %)	-11,0	-103,0	-6222,2	167,4	5,0	9,8	8,6
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	26,6	34,7	25,3	23,0	37,3	33,8	30,5
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,6	3,3	3,5	3,6	3,4	6,2	6,9
Balance operativo/Intereses pagados (x)	4,8	0,96	2,6	4,1	3,4	3,06	2,4
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	8,7	11,8	12,4	13,1	1,6	6,0	4,6
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	114,3	371,2	136,4	87,3	14,5	32,1	27,9
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	42,6	49,1	48,2	44,7	51,2	46,3	46,0
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	42,6	49,1	48,2	44,7	51,2	46,3	46,0
Deuda directa/Balance corriente (x)	7,1	-355,7	7,8	3,8	5,8	3,5	4,6
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	7,1	-355,7	7,8	3,8	5,8	3,5	4,6
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	31,9	41,7	40,0	39,3	46,9	36,1	41,1
Deuda directa per capita (\$)	9.898	14.605	19.547	25.382	40.721	30.056	43.272
Ratio de Ingresos							
Ingresos operativos/Ingresos operativos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	92,3	90,3	90,5	87,6	92,2	92,4	88,2
Impuestos locales/Ingresos tributarios (%)	28,0	29,1	29,9	28,6	28,1	29,2	28,7
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	5,1	6,9	5,9	8,2	5,1	6,0	10,0
Ingresos operativos/Ingresos totalesb (%)	92,8	94,3	94,9	96,5	98,2	98,4	99,2
Ingresos totales per capita (\$)	25.070	31.551	42.444	58.498	80.267	65.536	94.599
Ratios de Gasto							
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	68,2	68,4	68,1	67,4	68,0	69,0	69,9
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto	22,8	23,2	23,0	23,4	23,3	24,0	23,6
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 (%)	12,0	8,6	7,7	6,5	6,2	4,3	2,9
Gasto total per capita (\$)	27.722	36.685	47.260	61.923	78.724	71.008	87.779
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	42,1	-1,3	68,8	167,4	145,1	280,7	364,5
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	55,0	57,6	52,7	43,2	12,2	20,4	18,0
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	5,4	57,9	74,4	-157,4	60,4	-152,3	-9,5

p- datos provisorios

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

^a incluye intereses cobrados

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

Anexo C. Instrumentos de Deuda

En la siguiente tabla se presenta el detalle de los Títulos Públicos actualmente vigentes emitidos en el mercado internacional. A la fecha, todos los Títulos emitidos en el mercado local fueron completamente amortizados.

Tabla 1: Títulos Públicos emitidos por la PER

<u>Instrumento</u>	<u>Monto</u>	<u>Emisión</u>	<u>Vto.</u>	<u>Saldo (31/03/2020)</u>	<u>Tasa</u>	<u>Amortización</u>
TD ER 2017	USD 500.000.000	08/02/2017 (USD 350 mill) 15/11/2017 (USD 150 mill)	08/02/2025	USD 500.000.000	Fija 8,75% n.a./ Pagos Semestrales (febrero y agosto)	En tres cuotas anuales a partir del 2023

Anexo D. 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 19 de junio de 2020, bajó a ‘BB-(arg)’ desde ‘BB(arg)’ la calificación de largo plazo y confirmó en ‘B(arg)’ la de corto plazo de la Provincia de Entre Ríos (PER). La acción de baja obedece a que FIX prevé un escenario macroeconómico más adverso al considerado originalmente, con una mayor caída del nivel de actividad para el corriente año, que impacta directamente en las expectativas de márgenes operativos muy ajustados e incluso deficitarios incluyendo la Caja Previsional, con niveles de liquidez muy restrictivos y mayores necesidades financieras para el 2020. Esto repercute en un deterioro de la solvencia de la Provincia.

Adicionalmente, FIX colocó en Rating Watch Negativo (RWN) todas las calificaciones de la PER por el sector donde se desenvuelve. FIX entiende que el entorno operativo es aún más adverso al considerado originalmente, con una mayor caída del nivel de actividad para el corriente año y dentro de un contexto de incumplimiento y renegociación de deuda soberana, que deteriora la flexibilidad fiscal y financiera de los sub-soberanos. El RWN refleja la opinión de FIX de que en este entorno el Gobierno Nacional podría condicionar a los sub-soberanos a realizar operaciones de administración de pasivos; o que las jurisdicciones, busquen modificar las condiciones de las obligaciones vigentes. El Ejecutivo Nacional podría limitar a los sub-soberanos mediante modificaciones al marco regulatorio tanto en materia de transferencias automáticas o discrecionales, refinanciamientos de servicios de deuda con el Gobierno Nacional u organismos controlados (FFDP/FGS-ANSeS/Banco Nación) y/o imponer responsabilidades de gastos o regulaciones cambiarias que afecten la capacidad de cumplimiento en tiempo y forma de sus obligaciones financieras.

Detalle	Calificación Actual	Rating Watch Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Emisor de Largo Plazo	BB-(arg)	Negativo	BB(arg)	Negativa
Emisor de Corto Plazo	B(arg)	No aplica	B(arg)	No aplica

Categoría BB(arg): “BB” nacional implica riesgo crediticio relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago en tiempo y forma es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos.

Categoría B(arg) de corto plazo: Indica una capacidad incierta de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Dicha capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en el corto plazo de las condiciones económicas y financieras.

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. Una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como “Negativo” en caso de una potencial baja. 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 junio de 2020 y asimismo la siguiente información pública disponible en www.entrierios.gov.ar:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda consolidada y flotante para el período 2015-2018 y provisorios a diciembre 2019 y parciales al primer trimestre de 2019 y 2020. Presupuesto aprobado del año 2020.
- Detalle de Saldo de Caja y Bancos para cada cierre de ejercicio anual y trimestral.

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 o en www.cnv.gov.ar). Los informes se encuentran disponibles en ‘www.fixscr.com’

Informes relacionados

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

Disponibles en nuestra página web: www.fixscr.com

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.