

Provincia de La Rioja

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor:

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

Perspectiva

Positiva para la calificación de largo plazo.

Información Financiera

Provincia de La Rioja (PLR)

	31 Dic 2016p	31 Dic 2015
Ingresos Operativos (\$ millones)	14.537,9	11.161,1
Deuda (\$ millones)	2.107,5	1.445,1
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	7,7	11,6
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	1,5	2,8
Deuda/ Balance Corriente (x)	2,2	1,2
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	7,8	9,6
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	11,5	17,6
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	2,1	2,9
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	55,1	54,2

p: datos provisorios

Analistas

Analista Principal

Carlos García Girón
 Analista
 +54 11 5235-8114
carlos.garcia@fixscr.com

Analista Secundario

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

Responsable del Sector

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

Factores relevantes de la calificación

Alta dependencia de ingresos discrecionales de Nación: la PLR tiene una alta dependencia a las transferencias del gobierno nacional; los recursos propios representaron un bajo 10,1% de los ingresos operativos en el 2016 (datos provisorios). FIX opina que la PLR se encuentra expuesta a una mayor volatilidad que la media provincial debido a que esta dependencia no es sólo con los recursos que se distribuyen en forma automática (coparticipación), sino también a los discrecionales como los Aportes del Tesoro Nacional (ATN). Si bien estos envíos se basan en la pérdida de un punto de coparticipación en 1988, anualmente la PLR debe negociar con el Gobierno Nacional el monto a percibir al año siguiente. En el año 2016, los ATN representaron un 11,4% de los ingresos operativos y si se adicionan otras transferencias discrecionales este indicador se elevó a un 15,4%. FIX observa una creciente exposición a transferencias discrecionales, ya que a 2015 representaban el 13,9% de los ingresos operativos.

Bajo pero creciente nivel de endeudamiento: si bien hasta 2015 se observó una mejora en el nivel de apalancamiento, en el 2016 la tendencia se revierte y consolida en 2017. La deuda versus los ingresos operativos fue un 14,6% en 2016 frente a un 13% en 2015. Adicionalmente, la PLR emitió títulos internacionales durante el primer trimestre de 2017 por USD 200 millones y accedió a créditos locales con Anses por \$ 390,5 millones. Ambos créditos tienen asignación específica a obra pública. Considerando sólo este endeudamiento, ya que la PLR no planea acceder a mayor endeudamiento pese a contar con autorización por USD 100 millones adicionales, el ratio sobre los ingresos operativos presupuestados por la PLR al cierre de 2017 ascenderá al 32% de los ingresos operativos. Si bien sus requerimientos de corto plazo continúan siendo sostenibles, la PLR comienza a registrar una moderada exposición de su apalancamiento en dólares (64,7% del total al primer trimestre de 2017). Si bien históricamente la PLR no tuvo ingresos vinculados directamente a su cotización, la ampliación del Parque Eólico Arauco permitirá minimizar este descalce de monedas.

Buenos márgenes operativos aunque potencialmente volátiles: la PLR en los últimos 5 años presenta buenos balances operativos, pero altamente dependientes de los ingresos discrecionales transferidos por la Nación. En el 2016 el ahorro operativo fue del 7,7% y si se lo ajusta por el 50% de las transferencias de ATN que recibe la PLR, el mismo se reduce a un 2,2%. El Presupuesto 2017 estima una recomposición del margen operativo a 9,8%, por un mayor crecimiento de los ingresos operativos (impulsados por recursos federales), que del gasto operativo. FIX entiende, que si bien los supuestos asumidos son realistas, el margen será levemente menor al estimado por el presupuesto.

Adecuada posición de liquidez: en el 2016 el saldo de caja y bancos sobre ingresos totales se ubicó en el 11,2% frente a un 7% en el 2015. Las recientes emisiones de deuda, junto a una recomposición del margen, redundarán en una mejora en los indicadores del año corriente. Al corte del primer trimestre de 2017 la liquidez refleja un fuerte incremento producto de la emisión de deuda internacional que aún no fue asignada. Por su parte, la deuda flotante representó el 7,7% de los ingresos operativos en el 2016, con una marcada reducción en los últimos años. Cabe mencionar que la PLR ha transferido su régimen de pensiones a la Nación, por lo que no debe manejar una fuerte erogación en el pago de pensiones.

Estructura económica dependiente de la administración pública: la PLR presenta una economía en general con una actividad de bajo valor agregado y con una importante participación del empleo público, lo que condiciona aún más la limitada autonomía financiera de la provincia. FIX opina es necesario que al esfuerzo del sector público, se le complemente una actividad privada más dinámica y de mayor valor agregado.

Sensibilidad de las calificaciones

Nivel de endeudamiento: los actuales términos y condiciones del apalancamiento , en conjunto con buenos niveles de márgenes operativos como los registrados en los últimos años podrían derivar en una acción a la suba de la calificación.

Aumento de la dependencia de ingresos discrecionales: ante una mayor dependencia de transferencias del gobierno nacional que no se sustenten en una distribución automática para cubrir sus gastos operativos, podría presionar las calificaciones a la baja.

Anexo A

Provincia de La Rioja

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2012	2013	2014	2015	2016p	3m 2016	3m 2017
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	3.696,3	4.895,6	6.719,0	9.410,3	12.068,4	2.450,3	3.238,7
Otras transferencias Corrientes recibidas	688,0	965,9	1.261,9	1.551,1	2.237,5	449,8	555,8
Tasas, derechos y otros ingresos operativos	144,3	179,2	218,2	199,6	232,0	31,5	54,9
Ingresos Operativos	4.528,6	6.040,7	8.199,1	11.161,1	14.537,9	2.931,5	3.849,4
Gasto operativo	-4.133,2	-5.360,6	-7.160,0	-9.862,4	-13.416,6	-2.511,0	-3.406,5
Balance Operativo	395,4	680,1	1.039,1	1.298,7	1.121,3	420,5	442,9
Intereses cobrados	20,5	12,0	0,0	13,5	0,0	0,0	0,0
Intereses pagados	-58,6	-73,8	-113,5	-135,7	-143,6	-29,0	-126,0
Balance Corriente	357,2	618,4	925,7	1.176,5	977,6	391,5	316,9
Ingresos de capital	451,4	784,9	1.241,0	1.352,7	1.142,1	162,4	244,3
Gasto de capital	-1.141,5	-1.707,1	-2.249,9	-2.169,0	-1.773,2	-267,1	-605,9
<i>Balance de capital</i>	<i>-690,2</i>	<i>-922,1</i>	<i>-1.008,9</i>	<i>-816,4</i>	<i>-631,1</i>	<i>-104,7</i>	<i>-361,6</i>
Balance Financiero	-332,9	-303,8	-83,2	360,1	346,5	286,8	-44,7
Nueva deuda	171,7	204,5	191,8	14,5	201,4	4,0	3.038,1
Amortización de deuda	-47,9	-60,3	-81,8	-181,3	-71,3	-9,8	-22,0
<i>Endeudamiento neto</i>	<i>123,7</i>	<i>144,3</i>	<i>110,0</i>	<i>-166,9</i>	<i>130,1</i>	<i>-5,9</i>	<i>3016,1</i>
Resultado Final	-209,2	-159,5	26,8	193,2	476,7	280,9	2.971,4

DEUDA

Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,4	0,0
Largo Plazo	1.018,2	1.207,3	1.346,3	1.445,1	2.107,5	1.500,8	5.719,8
Deuda Directa	1.018,2	1.207,3	1.346,3	1.445,1	2.107,5	1.505,2	5.719,8
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0
Riesgo Directo	1.018,2	1.207,3	1.346,3	1.445,1	2.107,5	1.505,2	5.719,8
- Liquidez	564,9	390,9	643,8	871,7	1.752,9	1.323,6	3.680,8
Riesgo Directo Neto	453,3	816,4	702,5	573,4	354,5	181,5	2.039,0
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	453,3	816,4	702,5	573,4	354,5	181,5	2.039,0

Datos sobre Riesgo Directo

% moneda extranjera	10,5	16,4	20,6	30,5	18,5	33,5	64,7
% no bancaria	58,3	57,8	42,4	33,1	58,0	31,4	85,0
% tasa de interés fija	78,6	74,8	63,0	63,7	76,5	64,9	91,4

p - datos provisorios.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de La Rioja – Esquema bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Anexo B

Provincia de La Rioja

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2012	2013	2014	2015	2016p	3m 2016	3m 2017
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	8,7	11,3	12,7	11,6	7,7	14,3	11,5
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	7,9	10,2	11,3	10,5	6,7	13,4	8,2
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	-6,7	-4,4	-0,9	2,9	2,2	9,3	-1,1
Resultado final/Ingresos totales (%)	-4,2	-2,3	0,3	1,5	3,0	9,1	72,6
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	15,6	33,4	35,7	36,1	30,3	n.d.	31,3
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	26,1	29,7	33,6	36,1	30,3	n.d.	35,7
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	-41,0	73,1	49,7	37,7	36,0	n.d.	-19,0
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	25,7	18,6	11,5	7,3	45,8	n.d.	280,0
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,3	1,2	1,4	1,2	1,0	1,0	3,3
Balance operativo/Intereses pagados (x)	6,7	9,2	9,2	9,6	7,8	14,5	3,5
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	2,3	2,2	2,4	2,8	1,5	1,3	3,8
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	26,9	19,7	18,8	24,4	19,2	9,2	33,4
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	22,4	19,9	16,4	12,9	14,5	12,8	37,1
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	22,4	19,9	16,4	12,9	14,5	12,8	37,1
Deuda directa/Balance corriente (x)	2,9	2,0	1,5	1,2	2,2	1,0	4,5
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	2,9	2,0	1,5	1,2	2,2	1,0	4,5
Riesgo final neto/Ingresos corrientes (%)	10,0	13,5	8,6	5,1	2,4	1,5	13,2
Deuda directa/PBG (%)	10,2	9,8	7,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Deuda directa per capita (\$)	3.051,8	3.618,6	4.035,2	4.331,2	6.316,2	2.730,4	10.375,7
Ratio de Ingresos							
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	81,6	81,0	81,9	84,3	83,0	83,6	84,1
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	6,9	6,8	7,3	8,3	8,5	7,1	9,9
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	15,2	16,0	15,4	13,9	15,4	15,3	14,4
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	90,6	88,3	86,9	89,1	92,7	94,8	94,0
Ingresos totales ^b per capita (\$)	14.987,4	20.494,0	28.294,2	37.546,9	46.996,3	5.612,3	7.426,0
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 (%)	56,7	56,1	56,6	59,2	60,4	65,0	62,3
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	32,6	33,0	32,9	30,9	28,8	26,2	26,1
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 (%)	21,2	23,7	23,4	17,6	11,5	9,5	14,6
Gasto de capital/PBG (%)	11,4	13,8	12,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto total per capita (\$)	16.128,9	21.585,2	28.788,6	37.011,0	46.171,4	5.110,0	7.547,0
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	31,3	36,2	41,1	54,2	55,1	146,6	52,3
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	39,5	46,0	55,2	62,4	64,4	60,8	40,3
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	10,8	8,5	4,9	-7,7	7,3	-2,2	497,8

p – datos provisorios.

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de La Rioja – Esquema bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal.

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 03 de agosto de 2017 confirmó las calificaciones deuda de corto y largo plazo a la Provincia de La Rioja.

Detalle	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Emisor: Endeudamiento de Largo Plazo	BBB(arg)	Positiva	BBB(arg)	Positiva
Emisor: Endeudamiento de Corto Plazo	A3(arg)	No aplica	A3(arg)	No aplica

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

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

Notas: 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: la presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado al 31/03/2017. Asimismo se utilizó la siguiente información pública disponible en <http://www.larioja.gov.ar/> y www.mecon.gov.ar:

- Ejecuciones presupuestarias 2012-2015 y provisoria 2016.
- Stock de deuda para el período 2012-2016.

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

Informes relacionados

- Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

Informes disponibles en ‘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.