

Provincia del Chubut

Informe Integral

Calificaciones

Emisor

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

Instrumentos de Deuda

Programa de Letras de la Provincia del Chubut por hasta USD 221M. A3 (arg)

Perspectiva

Estable.

Información Financiera

Provincia del Chubut	31 Dic 2017 ^P	31 Dic 2016 ^P
Ingresos Operativos (\$ mln.)	28.066,5	21.587,7
Deuda Consolidada (\$ mln.)*	27.092,2	20.506
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	(1,9)	(3,0)
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	22,8	17,3
Deuda/ Balance Operativo (x)	(50,8)	(31,3)
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	(0,2)	(0,7)
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	14,6	15,4
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	(24,0)	(23,0)
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	(38,7)	(28,7)

Ejecuciones Presupuestarias 2016-2017 datos provisorios.
* Incluye deuda por el Fideicomiso Financiero Chubut Regalías Hidrocarburíferas.

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

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

Responsable del sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Muy ajustada liquidez: la PC (Provincia del Chubut) registró un importante deterioro de los márgenes operativos, lo que presiona negativamente la situación de liquidez. El Gobierno Nacional la asistió financieramente para cumplir con sus vencimientos de Letras de corto plazo, y existe el compromiso político de proseguir asistiéndola hasta su cancelación definitiva en mayo. Las asistencias financieras se dieron a través de créditos del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) y adelantos de coparticipación con el Gobierno. Asimismo, los recursos originados en la emisión de USD 650 millones durante 2016 han sido casi totalmente aplicados. La deteriorada situación de liquidez de plasmó el 09/03/2018 en la sanción de la Ley VII N° 82 de consolidación de deuda con proveedores con Títulos de Cancelación de Deuda Provincial (TICADEP).

Elevado endeudamiento y riesgo de refinanciación: la PC finalizó 2017 con una deuda de \$ 24,5 mil millones, que representó un 86,7% de los ingresos corrientes (datos provisorios). Si bien, en el 2016, la emisión de USD 650 millones en el mercado internacional permitió originalmente una mejora en la curva de vencimientos, los persistentes déficits operativos en 2016/17 indujeron a un creciente endeudamiento de corto plazo con necesidad de una constante refinanciación. Las necesidades financieras para 2018 se estiman en \$ 5.500 millones. FIX estima, para el cierre de 2018, un nivel de apalancamiento del orden del 77,2% de los ingresos corrientes estimados para el año.

Alto porcentaje de deuda en moneda extranjera, pero con adecuado calce de ingresos: a fines de 2017, un 74,4% de la deuda se encontró denominada en moneda extranjera. En 2017, los ingresos por regalías hidrocarburíferas fueron del 18,4% de los ingresos corrientes de la PC, los que también se encuentran relacionados a la cotización de moneda extranjera. Si consideramos el mayor servicio anual de deuda en moneda extranjera (2021), el mismo representa el 38,6% de los ingresos por regalías proyectados para 2018, lo que demuestra un adecuado calce entre ingresos y la deuda en moneda extranjera.

Deterioro en la capacidad de pago: FIX estima que en 2018 la PC destinará el 8,8% de los ingresos corrientes al pago de intereses, mientras que en 2017 fue el 6,9% y a 2013 registraba un 0,6%. Los servicios de deuda insumirían en 2018 el 22,7% de los ingresos corrientes y un 22,3% en 2019, lo que determina la necesidad de una refinanciación de los vencimientos.

Débil desempeño operativo y mayor rigidez del gasto, con perspectiva de mejora: FIX espera para el 2018 una recomposición del margen operativo(3,7%), en base a la adhesión al consenso fiscal y por una mejora de los ingresos por regalías por incremento de precio y devaluación del peso (2017: -1,9% y 2016: -3,0%). El deterioro del margen operativo evidenciado en los últimos 5 años fue acompañado por un incremento de la rigidez del gasto. La PC sancionó en los últimos meses el Decreto 1.338 y 170/2018, que pretenden contener la expansión del gasto y aumentar su flexibilidad. Asimismo, ha diseñado un plan de convergencia fiscal al equilibrio en 2019/20. La Caja de Jubilaciones no fue transferida, pero se encuentra en equilibrio presupuestario, por lo que no presiona el margen operativo.

Autonomía fiscal superior a la media provincial: Chubut cuenta con una alta participación de los ingresos propios en el total de los ingresos corrientes (54,2% en el 2017). Los principales ingresos son por el impuesto sobre Ingresos Brutos y las regalías de hidrocarburos. Las

expectativas sobre la evolución de los ingresos de regalías son positivas pero deberá evaluarse en conjunto con el éxito de las medidas en materia de gastos a fin de analizar si se registra alguna mejora fiscal a futuro. Esta flexibilidad presupuestaria está limitada por la concentración económica en el sector de hidrocarburos, un mercado altamente regulado.

Sensibilidad de las Calificaciones

Riesgo de refinanciación: las calificaciones podrían ir a la baja en caso de que no se completaran exitosamente las operaciones de crédito previstas para el presente ejercicio a fines de superar los problemas de liquidez en el corto plazo o que el Gobierno Nacional no continúe con la asistencia financiera.

Disciplina fiscal: una menor flexibilidad y disciplina fiscal que deteriorara aún más los márgenes operativos negativos, determinaría una baja en las calificaciones.

Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

Nota: Conceptos analizados en el contexto Nacional y Regional

Fuente: FIX

Fortalezas:

- Autonomía fiscal superior a la media provincial.
- Potencial económico basado en el peso relativo de la actividad de hidrocarburos en el total del país, aunque la concentración económica se presenta como una limitante.
- Generación de marco regulatorio y sendero de precios previsibles para el desarrollo de la actividad hidrocarburífera.
- Muy buenos indicadores socio-económicos.

Debilidades:

- Muy débiles niveles de liquidez.
- Deterioro del desempeño operativo y mayor rigidez del gasto.
- Elevado nivel de endeudamiento en términos del presupuesto provincial.
- Alto porcentaje de deuda en moneda extranjera, aunque con adecuado calce de ingresos.
- Creciente presión de los servicios de deuda y deteriorada sostenibilidad.

Criterios Relacionados

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

Marco institucional

Contexto nacional

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. Sin embargo, 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 fue delineando un escenario de 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 con un reparto de recursos Nación-Provincia en desmedro de los gobiernos locales.

Las finanzas provinciales consolidadas se han visto afectadas en los últimos años, por el aumento de la presión del gasto operativo en un contexto inflacionario y la desaceleración de la economía con impacto en la dinámica de los ingresos. Las cuentas provinciales fueron aún más presionadas por el incremento de las necesidades financieras, las decisiones discrecionales y en muchos casos no objetivas sobre las autorizaciones para la emisión y refinanciación de deuda y las condiciones de corto plazo y altas tasas del mercado de capitales local.

FIX considera que el tratamiento de estos temas estructurales, implicarán cambios profundos en materia de redistribución de recursos, responsabilidades del gasto entre Nación-Provincias y financiamiento de obras públicas. Esto se vio plasmado en parte en el Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016 y en la Ley N° 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la armonización de regímenes jubilatorios y una reforma tributaria. El 16 de noviembre de 2017 las provincias argentinas firmaron un Consenso Fiscal con la Nación donde se acuerdan los lineamientos principales para armonizar las estructuras tributarias de las distintas jurisdicciones, eliminar distorsiones históricas en la redistribución de recursos, con una correspondiente compensación de ingresos, adoptar medidas para el saneamiento de las cuentas fiscales con la aprobación de una nueva Ley de Responsabilidad Fiscal y avanzar en la sanción de una nueva Ley de Coparticipación. Este Consenso fue ratificado por el Congreso Nacional y fue ratificado por la mayoría de las legislaturas provinciales. FIX evaluará el impacto de las medidas a ejecutar como su instrumentación sobre las cuentas públicas de las distintas jurisdicciones.

Provincia del Chubut

De acuerdo a la Constitución de la Provincia del Chubut, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyos titulares son el Gobernador y Vicegobernador, elegidos directamente por el voto popular y por mayoría simple. El mandato de gobierno dura cuatro años, con posibilidad de reelección hasta por un segundo mandato. El gobernador designa o remueve a los ministros de gobierno.

Por su parte, el Poder Legislativo es ejercido por una Cámara de Diputados integrada por 27 miembros, elegidos directamente por voto popular en un distrito único. Al partido más votado le corresponden 16 bancas y las 11 remanentes, se distribuyen entre los restantes partidos por el sistema proporcional. El Vicegobernador actúa como Presidente de la Legislatura, pero solamente vota en caso de empate. Los diputados son elegidos por períodos de cuatro años.

A su vez, la Provincia está subdividida en 16 departamentos y posee 47 localidades. Los municipios son independientes de todo otro poder en el ejercicio de sus funciones y gozan de autonomía política, administrativa y financiera. Los municipios financian sus actividades a través de los ingresos obtenidos por impuestos municipales, tales como Ingresos Brutos e Impuesto Automotor, por los servicios prestados por dependencias municipales, como recolección de residuos, inspecciones de salud e higiene en comercios y a través de los fondos proporcionados por la Provincia (16% de las regalías hidrocarburíferas y el 15,1% de las regalías hidroeléctricas). De acuerdo con la Ley Provincial II N° 6 (antes Ley Provincial N° 1.564), los municipios y comisiones de fomento de la Provincia tienen derecho a recibir, un 11% de los montos de coparticipación federal percibidos por la Provincia. De acuerdo a esa Ley, de ese 11%, el 20% se distribuye en partes iguales entre las municipalidades y comisiones de fomento y el restante 80% se distribuye en relación directa a la población. Adicionalmente la Provincia coparticipa a los

Municipios el 16% de las regalías hidrocarburíferas, el 15,1% de las hidroeléctricas y el 32,8% del Fondo Federal Solidario.

Deuda y Liquidez

Deuda

En el 2017, la deuda directa¹ ascendió a \$ 24.454 millones, equivalente a 86,7% de los ingresos corrientes y un 19,2% superior a la registrada en el 2016 (\$ 20.506 millones). El incremento se explicó por una mayor deuda con el Gobierno Nacional por \$ 700 millones y por la variación del tipo de cambio nominal que impactó en una suba de \$ 1.800 millones en títulos públicos.

De acuerdo a los cálculos de FIX, la Provincia finalizaría 2018 con una deuda de \$26,2 mil millones, lo que representaría un 77,2% de los ingresos corrientes estimados para el año. FIX considera que el alto nivel de apalancamiento se ve atenuado en parte por un adecuado calce con los ingresos por regalías. La PC poseía un muy bajo ratio de deuda contra el PBR al 2014 - último dato disponible del PBR-, equivalente al 6,4%. FIX estima que, a pesar del fuerte incremento de la deuda, este ratio se situaría al cierre de 2017, aproximadamente en un 18%.

En 2017 los servicios de deuda del Chubut representaron un 22,8% de los ingresos corrientes o un -1.207,6% del balance operativo frente al 4,1% y al 33,4% en 2013, respectivamente. Este comportamiento divergente se explica por el deterioro del margen operativo, que fue negativo en el año 2017. El mencionado deterioro también impactó en el ratio de deuda directa contra en margen operativo, que pasó de 2,8x en 2013 a -45,9x en 2017 (ver gráfico 1).

Estos indicadores se deterioraron fuertemente en el 2016 dada la combinación de un fuerte incremento del endeudamiento y el registro de márgenes operativos deficitarios. Esta tendencia se mantuvo durante 2017. La evolución de este indicador en el período 2018-2019 dependerá de la habilidad del Chubut para volver a ahorros operativos más robustos.

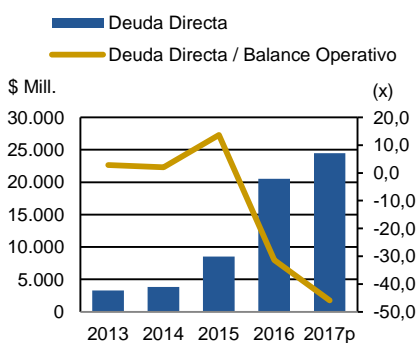
Al cierre de 2017, el 74,4% de la deuda estaba denominada en moneda extranjera, lo que se considera alto, aunque posee una adecuado calce con los ingresos provenientes de regalías hidrocarburíferas. En 2017, los ingresos por regalías hidrocarburíferas fueron del 18,4% de los ingresos corrientes de la PC, los que también se encuentran relacionados a la cotización de moneda extranjera.

El cociente entre deuda en moneda extranjera sobre las regalías fue en 2017 de 3,5 años contra 0,96 en 2013. Si consideramos el mayor servicio anual de deuda en moneda extranjera (año 2021), el mismo representa el 38,6% de los ingresos por regalías proyectados para 2018. El cronograma de vencimientos de la deuda se puede observar en el gráfico 2.

En el 2016 se emitieron títulos de deuda garantizados amortizables en el mercado internacional por un total de USD 700 millones, lo que permitió una mejora en la curva de vencimientos y alargamiento de la vida promedio de la deuda, pero los persistentes déficits operativos en 2016/17 indujeron a un endeudamiento de corto plazo con necesidad de una constante refinanciación de los vencimientos. Las necesidades financieras se estiman en aproximadamente \$ 5.500 millones para 2018.

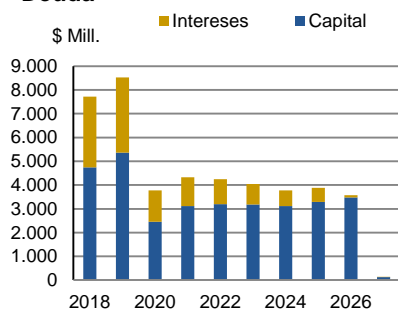
El primer tramo de la emisión fue por USD 50 millones a una tasa del 8,875% con vencimiento el 2023, y el segundo por USD 650 millones a una tasa del 7,750% con vencimiento en 2026. El destino de los ingresos netos de esta última emisión debía ser, acorde a su autorización: el 50%

Gráfico 1: Deuda del Chubut



Fuente: Provincia del Chubut y cálculos de FIX
P Datos provisorios

Gráfico 2: Cronograma de Deuda



Fuente: Provincia del Chubut

¹ Estimada por FIX en base a stock de deuda informado por la Provincia al 30/11/2017.

para el pago de deuda pública y el otro 50% a obras públicas en municipios (15%); en comunas rurales (1%) y en la provincia (34%).

No obstante, la emisión no redujo el nivel de endeudamiento como era esperado debido a que, si bien por ley debía destinarse el 50% a este fin, se utilizó en un 47% a cancelar deuda que no se encontraba registrada. Esta se componía fundamentalmente de certificados de obra no imputados contablemente en el período 2011-2015, cedidos al Banco del Chubut por las empresas constructoras, y con proveedores de medicamentos.

Adicionalmente, la PC recibió en 2017 el préstamo de libre disponibilidad con la ANSES (Fondo de Garantía de Sustentabilidad) por un monto de pesos \$ 298 millones y en 2018 ya recibió \$ 353 millones, fruto de lo establecido en el art. 3 del "Acuerdo Nación-Provincias" celebrado entre el Estado Nacional y los gobiernos provinciales, que fuera aprobado por Ley 5.603. Chubut recibió en 2017 un 3% adicional de la masa coparticipable, y durante 2018 recibirá un incremento similar. Se prevé la devolución de los créditos en un solo pago al cuarto año. Devengará la tasa de interés Badlar menos el subsidio del Estado Nacional para que la tasa resultante neta alcance el 15% en 2016 y 2017 y 12% en 2018 y 2019, estableciéndose pagos semestrales de interés. Estos fondos fueron transferidos parcialmente a los Municipios de acuerdo a la ley de Coparticipación Provincial, con destino específico a obras de infraestructura, y serán amortizados vía retención de la coparticipación por parte de la Provincia.

Liquidez

Los indicadores de liquidez evidenciaron un deterioro en el período 2012-2015, pero registraron una fuerte recomposición en 2016 debido a la no aplicación de los fondos emitidos del endeudamiento por USD 650 millones, que fueron computados como disponibilidades al cierre del ejercicio. No obstante, al cierre de 2017, los fondos de la emisión fueron aplicados casi en su totalidad: al 31/12/2017 aún se encontraban sin aplicar USD 89,9 millones con destino específico a obra pública, USD 6,3 millones al pago de deudas, y USD 41,8 millones para obras en Municipios y Comunas Rurales, totalizando USD 138,1 millones.

Al cierre de 2017 los saldos líquidos netos de la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO) fueron de \$ 2.824,8 millones, que representaron 9,6% los ingresos totales y 0,7x la deuda flotante. La deuda flotante se sextuplicó en términos nominales en los últimos 5 años, aunque se mantiene en un nivel moderado del 14% respecto de los ingresos operativos y un nivel de rotación de 41,4 días del gasto primario. En este contexto el 09/03/2018 se sancionó la Ley VII N° 82 de consolidación de deudas y créditos provinciales que tiene como objeto censar la deuda flotante anterior al 28/02/2018 e implementar su pago con Títulos de Cancelación de Deuda Provincial (TICADEP).

Como mecanismos adicionales de liquidez la PC ha utilizado la emisión de Letras, créditos de corto plazo con el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) y adelantos de coparticipación con el Gobierno Nacional.

En cuanto a la deuda de corto plazo, al cierre del 2017, la PC tenía en circulación \$ 2.638,5 millones de Letras del Tesoro de un monto total autorizado de circulación de USD 221 millones autorizado por la Ley Provincial II N° 145. La participación relativa de este instrumento financiero sobre los ingresos corrientes de 2017 del Chubut se mantuvo en un nivel alto, del orden del 14,6% de los ingresos totales. Para el año 2018, la intención de la actual administración es no continuar con su utilización, amortizando totalmente las obligaciones actualmente vigentes a través de recursos originados en asistencias financieras del FFDP.

El saldo de letras en circulación al 28/03/2018 es de \$ 1.144 millones, con vencimientos de capital e intereses por \$ 590,7 millones el 26/04/2018 y \$ 739,2 millones el 24/05/2018. Durante

abril y mayo afrontará servicios por \$ 1.329,9 millones. La PC percibió durante enero un crédito con el FFDP por \$ 400 millones con vencimiento en marzo de este año, en febrero otro por \$ 708 millones con vencimiento en mayo, y recientemente en marzo uno por \$ 938 millones con vencimiento en junio. Estas asistencias financieras han sido para cumplir con los vencimientos de letras del tesoro y refinanciar la propia deuda con el FFDP. La Provincia se encuentra trabajando en planes alternativos de financiamiento con el Gobierno Nacional para superar la presión de liquidez. y Existe un compromiso político de Nación brindar asistencia financiera a la Provincia en abril y mayo para financiar la amortización de las letras vigentes.

Durante 2017 la PC no hizo uso de los adelantos de coparticipación por parte del Gobierno Nacional que se cancelan durante el mismo mes que son solicitados a cuenta de futuros ingresos coparticipables. No obstante, en enero del 2018 la PC utilizó un adelanto de coparticipación por \$ 400 millones, que fueron retenidos de los ingresos correspondientes de febrero.

Contingencias

Chubut posee el 90% del paquete accionario del Banco del Chubut S.A. y el 10% restante depende de la instrumentación de un programa de propiedad participada. El Banco del Chubut es agente financiero de la Provincia y sus operaciones pasivas, en la medida en que las mismas no estén alcanzadas por la cobertura del Sistema de Seguro de Garantía de los Depósitos, están garantizadas por la Provincia. Actualmente el Banco del Chubut cuenta con una calificación de 'A-(arg)' con Perspectiva Estable. A su vez, la Provincia participa en la economía mediante participaciones concretas en sociedades del estado y en distintas empresas. Actualmente, participa en empresas de generación de energía hidroeléctrica y eólica, transporte de energía, minería, promoción de deportes, entre otros. En caso de encarar obras de infraestructura necesitarán de aportes de la administración central.

Chubut no transfirió la caja de jubilaciones y pensiones a la Nación, por lo cual en caso de existir algún déficit y no recibir los fondos por parte del Gobierno Nacional, deberán ser financiados por la administración central. Al cierre provisorio de 2017 no se observan desequilibrios que impacten en las cuentas provinciales; sin embargo, el resultado primario del Instituto de Seguridad Social y Seguros ha ido decreciendo y las proyecciones 2018 estiman por primera vez un déficit corriente de \$10,6 millones.

La Provincia posee una participación del 2,10% en YPF S.A. luego de la nacionalización de la misma. La necesidad de aumento de capital de esta empresa implicaría aportes por parte de la Provincia para no diluir su participación accionaria.

Por último, la Provincia enfrenta diferentes juicios, en el litigio "Dos Reis, Manuel Orlando c/ Provincia del Chubut", El tribunal de primera instancia ordenó el embargo, en primer lugar, de los fondos de la Provincia en cuentas bancarias en Banco del Chubut y, solo si dichos fondos fueran menos que el monto del embargo, los pagos (incluidos, entre otros, las Regalías Especificadas) que ciertas Concesionarias (incluida la Concesionaria de Áreas Dedicadas) realicen a la Provincia. El monto del reclamado es de aproximadamente \$ 560 millones (\$ 60 millones en concepto de indemnización y \$ 500 millones en concepto de intereses y costos y gastos judiciales). El embargo fue suspendido por el Tribunal de Primera Instancia a pedido del Fiscal General de la Provincia.

En tanto dure la suspensión del embargo, el Fiscal General de la Provincia cree que las Regalías Especificadas pueden ser cedidas libremente al Agente de la Garantía Argentino conforme al Contrato de Fideicomiso Argentino para ser utilizadas como parte de los Bienes Fideicomitados respecto de los Títulos de Deuda. Cualquier cesión realizada de las Regalías Especificadas durante la suspensión del embargo será válida y exigible para el actor y otros terceros.

La Provincia ha llevado a cabo negociaciones con los actores con miras a alcanzar un acuerdo conciliatorio relativo al reclamo subyacente. A la fecha del presente prospecto, todavía se estaba analizando un acuerdo definitivo entre las partes.

Desempeño Presupuestario

El sector público del Chubut consiste en la administración central, los organismos descentralizados e Instituto de Seguridad Social y Seguros. Los Anexos A y B incluyen las cuentas de la administración central y los organismos descentralizados. Se analizaron las ejecuciones presupuestarias anuales para el período 2013-2016, las ejecuciones provisorias de 2017, así como las proyecciones provinciales a 2018 y 2019 dentro del marco del programa de convergencia al equilibrio fiscal 2018-2019.

Ingresos operativos

Los ingresos operativos del Chubut registraron un crecimiento nominal del 30,0% en 2016 respecto al 2015, que significó un aumento menor al promedio anual para el período 2013-2016 (+31,8% por año). El crecimiento del 8,7% en los ingresos por regalías se explica por el efecto en el tipo de cambio y una caída en el nivel de actividad estimada por las autoridades provinciales en -5%. Los ingresos tributarios y los ingresos federales crecieron un 32,5% y 35,5%, respectivamente. El incremento por encima de los niveles inflacionarios de los ingresos tributarios se explica por un crecimiento en los niveles de actividad y al incremento en los montos coparticipados en base al "Acuerdo Nación-Provincias".

En el marco del Programa de Convergencia 2018-2019 la PC proyecta incrementar las alícuotas de IIBB debido a que aplicaba gravámenes inferiores a los límites dispuestos en el Consenso Fiscal; sin embargo luego convergerán a los límites impuestos en dicho Consenso. Para realizarlo deberá contar con la aprobación en la Legislatura local, lo que aún no fue conseguido. En este marco la PC estima incrementar los ingresos operativos en 2018 un 20,5%. FIX coincide con estas proyecciones si el Ejecutivo logra conseguir el respaldo a sus iniciativas en la legislatura local, y considerando adicionalmente el impacto positivo de los ingresos por regalías que registraron, en los primeros meses del 2018, incrementos superiores al 40%. Esta suba es impulsada por la variación del tipo de cambio y el precio del petróleo.

La reciente adhesión a la Ley de Consenso Fiscal le permite a la PC percibir los siguientes ingresos coparticipables: \$ 120 millones adicionales promedio por mes acorde al Punto I.c del Consenso Fiscal, y \$ 26 millones promedio por mes correspondientes al Punto II.a del Consenso Fiscal. . Ambos conceptos implican ingresos adicionales por \$ 146 millones por mes (\$ 1.752 millones anuales), y en marzo recibió, al 21/03/2018, el equivalente a \$ 389 millones por los retroactivos de enero y febrero, y los 21 días correspondientes al goteo de coparticipación de marzo. En este marco, FIX proyecta para 2018 un incremento de los ingresos corrientes del orden del 22%.

Chubut cuenta con una autonomía fiscal superior a la media provincial como consecuencia de la alta participación de los ingresos propios en el total de los ingresos corrientes (54,5% en el 2017). Los principales ingresos se derivan del impuesto sobre Ingresos Brutos (40,7% de los ingresos propios) y las regalías de hidrocarburos (33,9%). Esta flexibilidad presupuestaria está limitada por la concentración económica en el sector de hidrocarburos, un mercado altamente regulado.

Desde 1992, la Nación retiene el 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social en función al Pacto Fiscal entre Nación y Provincias, aunque no todas las provincias transfirieron sus cajas de jubilación al Gobierno Federal. Chubut es una de las Provincias que no transfirió la caja de jubilación. Luego de la sentencia favorable a las Provincias de Córdoba, San Luis y Santa Fe para que la Nación deje de retener el 15%

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015 ^p	2016 ^p	2017 ^p
- Ingresos Brutos	4.224	4.920,3	6.224,3
- Sellos	482	568	1.041,7
- Inmobiliario	-	-	-
- Otros	86	88	120,7
Tributarios provinciales	4.793	5.576	7.386,7
Regalías^a	3.810	4.770	5.186,8
Tasas, Derechos y otros	1.443	1.738	2.338,3
Tributarios nacionales	6.747	8.619	11.677,2
Transferencias corrientes	391	721	1.260
Total ingresos operativos^b	17.184	21.588	21.067

(^a) No incluye regalías cedidas al FF Chubut Regalías Hidrocarburíferas I

(^b) No incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados);

(^p) Datos provisorios

Fuentes: Chubut y cálculos de FIX

mencionado, las restantes Provincias con el Gobierno Federal lograron un Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016, ratificado a nivel nacional por la ley N° 27.260. El acuerdo establece los términos y condiciones bajo las cuales se detendrá gradualmente la retención en un plazo de 4 años, a partir de 2016 hasta 2020. Actualmente la devolución alcanzó los 9% de un total de 15% que se alcanzaría en 2020.

Gastos operativos

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015 ^P	2016 ^P	2017 ^P
- Personal	12.967	17.854	22.759
- Bs y Ss no personales	1.742	2.282	2.620
- Transferencias corrientes	1.853	2.105	3.220
Total gastos operativos^a	16.562	22.242	28.560

(^a) No incluye intereses pagados

(^P) Datos provisorios

Fuentes: Provincia del Chubut y cálculos de FIX

Al igual que en todas las provincias argentinas, la estructura de gastos del Chubut en los últimos cinco años se volvió más rígida, en el sentido de que fue aumentando la participación del gasto operativo sobre las erogaciones totales. Esto como consecuencia de las presiones inflacionarias y salariales, y la mayor provisión de servicios públicos.

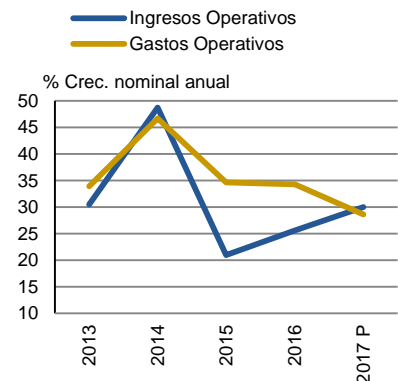
El gasto operativo de la provincia en 2017 aumentó un 28,6% respecto a 2016. El aumento se explicó por el crecimiento del gasto en personal (+27,5%), bienes y servicios (+14,8%) y transferencias corrientes (+52,9%). El gasto en personal representa un 62,3% de los gastos totales en 2017 frente al 59,8% que representaba en 2013. Este incremento en la rigidez presupuestaria se complementa con un incremento del ratio de gastos operativos sobre ingresos operativos (que incluyen gastos de consumo y transferencias corrientes), que evolucionó desde un 87,8% en 2013 al 101,9% en 2017. Si bien las proyecciones 2018 estiman una fuerte mejora (90,4%), FIX estima que sería de muy difícil el cumplimiento dados los supuestos de elaboración en los cuales se basan. La PC estima incrementar la masa salarial de 2018 en un 6,6% y de un 5% para 2019. Adicionalmente proyecta reducir las transferencias a Municipios en un -2,8% en 2018. FIX entiende que la aplicación de estas medidas será de difícil aceptación, por lo que basa sus proyecciones en supuestos más conservadores. En base a estos supuestos (expansión de la masa salarial en un 15,7%, transferencias Municipios en +26,7%), entiende el gasto corriente se expandiría un 18,8%, sensiblemente más elevado del 9,8% proyectado por la Provincia.

La PC busca mejorar la flexibilidad presupuestaria y contener la expansión del gasto a partir del Decreto 1.338/17 y 170/2018. Se establece un fuerte control en la contratación de bienes y servicios, la privatización de los servicios de reconocimiento médico, congelamiento salarial y reducción de la planta política del Poder Ejecutivo, jubilaciones a empleados en condiciones de acceder al beneficio y un plan de jubilaciones anticipadas para aquellos que le restan tres años o menos para acceder al beneficio. Asimismo determina un congelamiento de la planta de personal, eliminación de horas extra, horas cátedra, horas guardia, un programa de retiros voluntarios y fijar incrementos salariales en base a pautas de productividad. La intención oficial es la de mantener nominalmente constante el gasto en personal en 2018 en relación a 2017.

Ahorro operativo e inversión pública

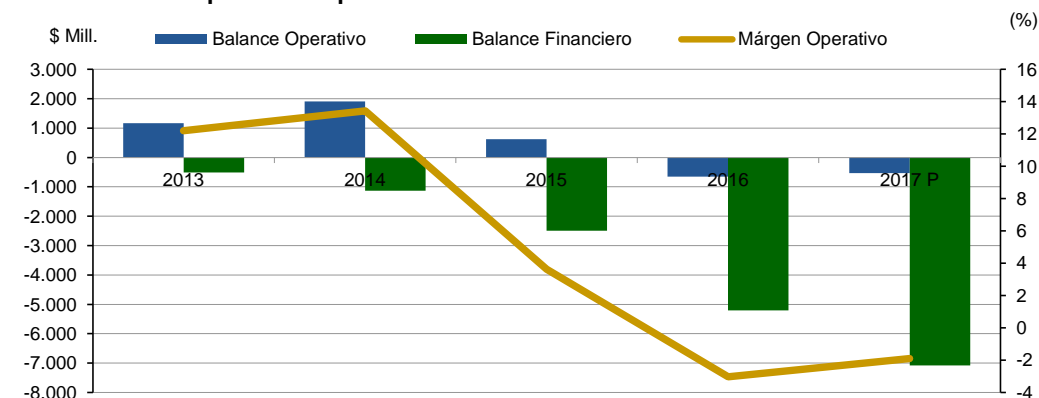
Desde el año 2015 se registra un importante deterioro de los márgenes operativos de la PC: 3,6% en 2015 y deficitario en 3% en 2016. En 2017 se observa una moderación del déficit operativo, registrando un déficit de 1,9%. La PC espera en 2018 un margen del 9,6%, aunque FIX en base a supuestos más conservadores, sobre todo en relación a la evolución del gasto, estima se ubicaría muy por debajo, en el orden del 3,7%. Si bien FIX proyecta un margen operativo menor al estimado por la Provincia, advierte que se revierte la tendencia de márgenes operativos negativos que se sostuvo en el período 2016/2017.

Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos del Chubut



Fuente: Provincia del Chubut y cálculos de FIX

Gráfico 4: Desempeño Presupuestario del Chubut



Fuente: Provincia del Chubut y cálculos de FIX
P - Provisorio

Chubut ha presentado históricamente un nivel de inversiones por arriba del promedio nacional, tanto en términos de los ingresos corrientes (en 2017, 21,3% vs. 13,8% promedio de las provincias calificadas por FIX) como per capita (\$ 11.800 vs. \$ 4.590). Para el período 2013-2017, los gastos de capital representaron un promedio del 22,8% de los ingresos corrientes o un 19,2% de los gastos totales. Estas inversiones fueron financiadas durante 2017 con la emisión de deuda de 2016. Para el 2018, se espera que la inversión sea de aproximadamente 20,5% de los ingresos corrientes.

Gestión y Administración

El actual Gobernador es el Sr. Mariano Ezequiel Arcioni, quien asumió el 01/11/2017 luego del fallecimiento del Sr. Mario Das Neves. El Gobernador pertenece a la Alianza Frente Chubut Somos Todos, y fue electo como Vicegobernador el 25 de octubre 2015, con el 41,87% de los votos. El Sr. Das Neves estuvo a cargo del Poder Ejecutivo de la provincia en el período 2003-2011 (2 mandatos).

El objetivo de gobierno es equilibrar las finanzas provinciales y lograr resultados positivos en un período de 2 años. Asimismo, quiere ampliar la inversión pública en infraestructura social (vivienda, agua, servicios cloacales, escuelas, salud, etc.) debido al crecimiento poblacional de la Provincia y como fuente de desarrollo económico y motor de crecimiento de la Provincia.

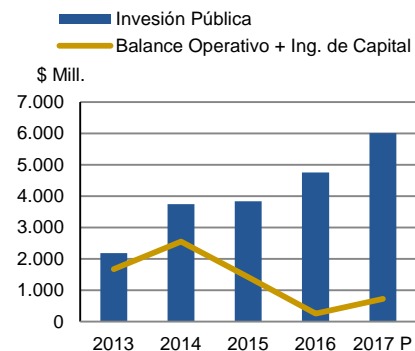
Perfil Socioeconómico

Población

Según el censo 2010, Chubut registró una población de 509.108 habitantes, número que la posiciona como la decimoctava provincia argentina más poblada, con una participación del 1,3% sobre el total nacional. Con respecto al censo 2001, la población chubutense aumentó en un 23,5%, por encima del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. La Provincia ha sido la tercera del país en cuanto a crecimiento demográfico debido al contexto económico y social de la Provincia de los últimos años y tales como una política activa en materia de salud, educación y desarrollo territorial. El envejecimiento de la población chubutense aumentó levemente en la última década, aunque se aproximó a la media nacional: la participación de personas mayores a 65 años fue del 7,4% en 2010 (versus 10,2% a nivel nacional) comparado con el 6,6% en 2001 (versus 9,9% a nivel nacional).

Más allá del envejecimiento poblacional mencionado, FIX considera que la participación de los mayores a 65 años sigue siendo baja, tanto en Chubut como a nivel nacional. Sin embargo, en el

Gráfico 5: Ahorro e Inversión del Chubut



Fuente: Provincia del Chubut y cálculos de FIX

caso de la provincia, los gastos en servicios sociales van continuar en aumento si Chubut conserva su política de mayor cobertura en sanidad y asistencia social.

Economía

En 2014, último dato disponible, el producto bruto geográfico (PBG) del Chubut aumentó 0,7%, totalizando \$5.708,0 millones a precios constantes (equivalente al 2% del producto bruto interno argentino). Como todas las provincias argentinas, la economía del Chubut se encuentra dominada por el sector terciario o de servicios, con una participación sobre el PBG provincial del 56,8% en 2014. Dentro de este sector, tiene peso la administración pública, teniendo el sector público un importante rol (8,7%).

Por su parte, el sector primario también es muy importante para Chubut, con una participación sobre el PBG provincial en 2014 equivalente al 16,4%, muy por encima de la media nacional (11,1%). Esta diferencia se explica por el peso en la economía provincial del sector de hidrocarburos representa que representa un 13,4% del PBG.

El sector secundario es relativamente débil, con una participación equivalente al 26,9% del PBG provincial de 2014, constituido principalmente por la producción de aluminio, en menor medida por la industria metalmeccánica vinculada al sector hidrocarbúfero y el sector textil. La Provincia tiene radicada en su territorio a la única empresa productora de aluminio primario, Aluar Aluminios Argentinos S.A.I.C. ("Aluar").

La Provincia tiene 4 productos principales de exportación: petróleo, aluminio, mariscos y lana procesada. De 2011 a 2015, el valor de las exportaciones provinciales disminuyeron de USD 3.148 millones en 2011 a USD 1.652 millones en 2015. Esta baja se debió a una reducción de las exportaciones de petróleo crudo y exportaciones de metales base y sus productos manufacturados como resultado de precios de las materias primas internacionales más bajos, el efecto negativo de las variaciones cambiarias durante este período y una desaceleración de la economía en Brasil, uno de los principales socios comerciales de la Provincia. En 2011, las exportaciones de la Provincia representaron el 3,7% del total de exportaciones de la Argentina, mientras que en 2015 representaron el 2,9%.

Desempleo y pobreza

Históricamente la Patagonia argentina es una de las regiones argentinas con los indicadores de desempleo y pobreza más bajos, aunque no está exento del ciclo económico del país. Según INDEC, la tasa de desempleo del Chubut fue del 8,9% al cuarto trimestre 2017 frente al 7,2% a nivel nacional. La pobreza a junio de 2017, era del 17,7% en la Provincia y 28,6% a nivel Nacional.

Anexo A

Provincia del Chubut

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2013	2014	2015 ^P	2016 ^P	2017 ^P
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	5.912,5	8.431,3	11.539,6	14.195,4	19.063,9
Otras transferencias Corrientes recibidas	273,4	287,6	391,4	720,7	1.259,6
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	3.364,6	5.488,0	5.252,6	6.671,5	7.743,0
Ingresos Operativos	9.550,4	14.206,9	17.183,5	21.587,7	28.066,5
Gastos operativos	(8.384,1)	(12.298,9)	(16.561,5)	(22.242,2)	(28.599,6)
Balance Operativo	1.166,3	1.908,0	622,1	(654,6)	(533,2)
Intereses cobrados	59,5	159,6	39,2	178,3	153,9
Intereses pagados	(58,9)	(101,7)	(116,3)	(889,6)	(1.948,4)
Balance Corriente	1.166,9	1.965,9	545,0	(1.365,9)	(2.327,6)
Ingresos de capital	505,1	644,0	795,5	911,0	1.252,6
Gasto de capital	(2.181,7)	(3.744,1)	(3.838,7)	(4.751,8)	(6.007,2)
<i>Balance de capital</i>	<i>(1.676,6)</i>	<i>(3.100,2)</i>	<i>(3.043,2)</i>	<i>(3.840,7)</i>	<i>(4.754,6)</i>
Balance Financiero	(509,7)	(1.134,3)	(2.498,2)	(5.206,7)	(7.082,2)
Nueva deuda	1.510,0	141,2	2.889,9	13.897,0	4.992,2
Amortización de deuda	(330,4)	(342,1)	(156,9)	(2.880,4)	(4.490,4)
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>1.179,5</i>	<i>(200,9)</i>	<i>2.733,0</i>	<i>11.016,6</i>	<i>501,9</i>
Resultado Final	669,8	(1.335,2)	234,8	5.809,9	(6.580,3)
DEUDA¹					
Corto Plazo	190,0	-	1.882,8	2.894,0	2.638,5
Largo Plazo	3.103,5	3.848,4	6.629,0	17.612,3	21.815,2
Deuda Directa	3.293,5	3.848,4	8.511,7	20.506,3	24.453,7
+ Deuda cuasi directa	-	-	-	-	-
Riesgo Directo	3.293,5	3.848,4	8.511,7	20.506,3	24.453,7
- Liquidez	1.158,7	495,2	796,4	4.192,2	2.824,8
Riesgo Directo Neto	2.134,8	3.353,2	7.715,3	16.314,1	21.628,9
Garantías y otras deudas contingentes	-	-	-	-	-
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	-	-	-	-	-
Riesgo Final Neto	2.134,8	3.353,2	7.715,3	16.314,1	21.628,9
Datos sobre Riesgo Directo					
% moneda extranjera	75,44	81,17	67,51	78,66	74,40
% no bancaria	99,09	99,32	99,78	96,17	96,23
% tasa de interés fija	84,40	83,50	90,70	88,80	89,20

(¹) Incluye deuda FF Chubut Regalías Hidrocarburíferas I. (^P) datos provisorios / n.d.: no disponible

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia del Chubut (cuentas de inversión cerradas 2012-2013 y ejecuciones presupuestarias 2014-2017)

Anexo B

Provincia del Chubut

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2013	2014	2015 ^P	2016 ^P	2017 ^P
Ratios de Desempeño Presupuestario					
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	12,21	13,43	3,62	(3,03)	(1,90)
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	12,14	13,68	3,16	(6,28)	(8,25)
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	(5,04)	(7,56)	(13,86)	(22,96)	(24,03)
Resultado final/Ingresos totales (%)	6,62	(8,89)	1,30	25,62	(22,33)
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	(1,11)	(1,88)	n.d.	n.d.	n.d.
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	30,47	48,76	20,95	25,63	30,01
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	33,92	46,69	34,66	34,30	28,58
Ratios de Deuda					
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	79,50	16,85	121,18	140,92	19,25
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	0,62	0,72	0,68	4,12	6,94
Balance operativo/Intereses pagados (x)	19,8	18,8	5,3	(73,5)	(27,36)
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	4,05	3,09	1,59	17,32	22,82
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	33,38	23,26	43,92	(575,96)	(1207,64)
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	34,27	26,79	49,42	94,21	86,65
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	34,27	26,79	49,42	94,21	86,65
Deuda directa/Balance corriente (x)	282,2	195,8	1.561,8	(1501,2)	(1050,58)
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	282,2	195,8	1.561,8	(1501,2)	(1050,58)
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	22,21	23,34	44,80	74,95	76,64
Deuda directa/PBG (%)	7,18	6,37	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	6.469,1	7.559,1	16.718,9	40.278,8	48.032,5
Ratio de Ingresos					
Impuestos/Ingresos operativos (%)	61,91	59,35	67,16	65,8	67,9
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	23,74	24,49	27,89	25,8	26,3
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	2,86	2,02	2,28	3,3	4,5
Ingresos totales ^b per capita (\$)	94,42	94,65	95,37	95,2	95,2
Ratios de Gasto					
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	75,72	76,62	78,30	80,3	79,6
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	11,84	11,85	11,19	9,5	11,3
Gasto de capital/Gasto total (%)	19,91	22,71	18,57	15,4	14,6
Gasto de capital/PBG (%)	4,75	6,20	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto total per capita (\$)	21.518,2	32.383,8	40.607,0	60.427,3	80.622,4
Financiamiento de Gasto de Capital					
Balance corriente/Gasto de capital (%)	53,49	52,51	14,20	(28,7)	(38,7)
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	23,15	17,20	20,72	19,2	20,9
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	54,07	(5,37)	71,20	231,8	8,4

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

^P datos provisorios

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia del Chubut (cuentas de inversión cerradas 2012-2013 y ejecuciones presupuestarias 2014-2017).

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 11 de abril de 2018 confirmó la calificación de largo plazo de la Provincia del Chubut (PC) en 'BBB-(arg)' y la calificación de corto plazo en 'A3(arg)'.

Concepto / Título	Calificación	Perspectiva	Calificación Previa	Perspectiva Previa
Emisor Endeudamiento de Largo Plazo	BBB-(arg)	Estable	BBB-(arg)	Estable
Emisor Endeudamiento de Corto Plazo	A3(arg)	No aplica	A3(arg)	No aplica
Programa de Letras de la Provincia del Chubut por hasta USD 221M.	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) 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.

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

Fuentes de Información: las presentes calificaciones se realizaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por la Provincia del Chubut y la siguiente información pública:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda para el período 2012-2016 y provisorio de 2017 disponible en www.chubut.gov.ar.
- Presupuesto aprobado del año 2017 disponible en www.chubut.gov.ar.
- Stock de deuda al 30/11/2017
- Proyecciones realizadas por la Provincia del Chubut para 2018/2019/2020.

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

Determinación de las calificaciones: Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com o en www.cnv.gob.ar).

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.