

Provincia de Entre Ríos

Informe Integral

Calificaciones

Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional BBB-(arg)

Instrumentos de Deuda

TDP ER 2016 Serie I Clase 3 en dólares por USD 4,66 MM BBB+(arg)

TDP: Títulos de Deuda Pública

Perspectiva

Estable para calificaciones de largo plazo.

Información Financiera

Provincia de Entre Ríos (ER)	31 Dic 2017p	31 Dic 2016
Ingresos Operativos (\$ millones)	54.196	39.692
Deuda (\$ millones)	25.603	19.491
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	9,8	3,2
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	17,2	25,9
Deuda/ Balance Corriente (x)	6,9	-355,7
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	2,8	0,9
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	7,8	7,9
Balance Financiero/ Ingresos Totales (%)	2,4	-4,4
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	75,4	-1,31

Gasto Total: incluye amortizaciones de deuda
 P – datos provisionarios

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

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

Mauro Chiarini

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

Detalle nueva emisión

Instrumento	Monto hasta	Vencimiento Final	Calificación Preliminar
TDP ER 2018	\$ 3.500 millones*	2022	BBB-(arg), Perspectiva Estable

TDP – Títulos de Deuda Pública / *Los títulos serán emitidos bajo el Programa de Títulos de la Deuda Pública ER 2018 Nacionales por hasta \$ 3.500 millones creado por el Decreto Provincial N° 523/18 MEHF y ampliable hasta \$ 6.892 millones autorizado en los artículos 5 y 6 de la Ley de Presupuesto N°10.531. Nota: Las calificaciones preliminares no reflejan las calificaciones finales y se basan en información provista por el emisor. Estas calificaciones son provisionarias y están sujetas a la documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Factores relevantes de la calificación

Calificación TDP ER 2018: FIX asignó la calificación 'BBB-(arg)' a los TDP ER 2018 por hasta \$ 3.500 millones (ampliable hasta \$ 6.892 millones autorizado en los artículos 5 y 6 de la Ley de Presupuesto), a emitirse por la Provincia de Entre Ríos (PER). El objetivo de la emisión es la refinanciación de deuda y financiamiento de déficits acumulados. Los títulos devengarán una tasa variable con pagos trimestrales, con un cupón fijo del 27,5% anual para los dos primeros servicios y una amortización de capital en dos cuotas anuales (50% en 2021 y 50% en 2022).

Cambio de Perspectiva: FIX cambió la perspectiva a 'Estable' desde 'Negativa' para las calificaciones de largo plazo debido a una mejora en el desempeño operativo con Instituciones de la Seguridad Social (ISS) en 2017 (datos provisionarios) producto de una buena dinámica en los ingresos y cierta contención del gasto, sumado a buenas expectativas para 2018. Desde 2016 Nación está financiando aproximadamente un 20%, en forma de anticipos, del déficit de la Caja de Jubilaciones que permite una mejora en la flexibilidad presupuestaria. Sin embargo, la calificación continúa presionada por un importante déficit de la Caja que impone continuas necesidades de financiamiento y presiona en la situación de liquidez.

Fuerte presión de la Caja Previsional: el déficit previsional afecta fuertemente el desempeño operativo de ER, a través de un deterioro del margen operativo (de 7,8% a 0,3% si se incluyen las ISS en promedio para el período 2013-2017). A partir del 2016, parte del déficit de la Caja comenzó a ser financiado por el Gobierno Nacional, lo que aporta una leve mejora a las cuentas provinciales, aunque la expectativa de la Provincia es lograr una mayor financiación de Nación.

Ajustada liquidez: la posición de liquidez es débil principalmente por la presión que ejerce el déficit previsional, aunque en 2017 se registró una mejora; la deuda flotante representó un 11,7% de los ingresos operativos frente a 14,2% en 2016. Los bonos internacionales del 2017 aportaron a ER cierto alivio en la liquidez provincial, de hecho a la fecha no existen en circulación Letras de Tesorería. FIX evaluará la evolución del ahorro operativo incluyendo la Caja Previsional.

Mejora del desempeño presupuestario: FIX estima que en el 2018 continuará la recomposición del margen operativo que se registró en el 2017, pero será levemente inferior a lo presupuestado (13,1%) y cercano al 12,5%. En 2017 el margen operativo sin el peso de las ISS se incrementó con relación a 2016 (9,8% frente al 3,2%) por una buena evolución de los ingresos operativos (+36,5%) e importante contención del gasto (+27,2%), principalmente en personal. Sin embargo, la Caja Previsional sigue siendo la principal restricción presupuestaria de la PER, con un importante peso de las jubilaciones y pensiones con relación a las prestaciones.

Moderado nivel de endeudamiento: las necesidades financieras para el 2018 continúan siendo importantes por lo que FIX espera que el apalancamiento se mantenga en niveles similares a los del 2017, donde la deuda representó 47% de los ingresos corrientes.

Sensibilidad de la calificación

Desempeño operativo y déficit de la Caja Previsional: deterioro del margen operativo con mayor peso de las ISS que presione aún más la liquidez de la Provincia podrían derivar en la baja en las calificaciones. Por su parte, una mayor financiación del déficit de la Caja por parte de Nación o una solución más estructural del sistema previsional provincial podrían accionar a la suba de las calificaciones.

Endeudamiento y refinanciación: un mayor endeudamiento con términos y condiciones poco sustentables con la evolución del margen operativo y/o un mayor riesgo de refinanciación podrían derivar en una acción de revisión a la baja en las calificaciones.

Títulos Garantizados: un cambio en la evolución de la garantía y/o un incremento en la afectación de los recursos de coparticipación con impacto negativo en los niveles de cobertura de los servicios, podría presionar a la baja de las calificaciones. A su vez cambios en la calificación de la Provincia podría impactar sobre la calificación de los TDP en la misma dirección.

Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

Nota: * conceptos analizados en el contexto Nacional y Regional

Fuente: FIX

Fortalezas:

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

Debilidades:

- Importante carga del déficit del sistema previsional que impactan sobre la liquidez.
- Baja flexibilidad presupuestaria y alta dependencia del Gobierno Nacional.
- Ajustada liquidez, junto a una concentración de los servicios de deuda en el corto y mediano plazo.
- Importantes necesidades financieras.

Marco institucional

Contexto nacional-provincial

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. En las últimas décadas se produjo una importante descentralización de las responsabilidades del gasto en los gobiernos locales con una mayor centralización de la Nación en cuanto a la recaudación de los ingresos. Esto impactó en mayor dependencia de las provincias a los recursos de origen nacional, tanto para el financiamiento de gastos corrientes y de capital. La falta de una reforma de la Ley de Coparticipación y la necesidad de resolver problemas coyunturales provocaron sucesivas reformas adicionales a la Ley de Coparticipación que determinaron un sistema cada vez más complejo con un reparto de recursos Nación-Provincia en desmedro de los gobiernos locales.

Criterios Relacionados

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

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 situación de los regímenes jubilatorios y una reforma tributaria.

Con este Acuerdo se estableció la eliminación gradual, a partir de 2016 y hasta 2020, de la retención del 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social en función al Pacto Fiscal que existía entre Nación y Provincias. Adicionalmente, se estableció la posibilidad de que las provincias puedan tomar deuda con la Nación a fin de compensar la falta de devolución total de los recursos desde el primer año. A partir del 2016 pudieron recibir un crédito de libre disponibilidad otorgado por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), equivalente a 6% del total de la detracción del 15% y en los años 2017 a 2019 por el 3%. La amortización es a los 4 años del desembolso original y con intereses semestrales a una tasa de interés nominal subsidiada del 15% anual para los años 2016 y 2017 y del 12% para 2018 y 2019. Los préstamos están garantizados con cesión de coparticipación federal que le corresponda a la respectiva Provincia.

En los casos de las provincias de Santa Fe, San Luis y Córdoba que había realizado demandas sobre este punto, a fines del 2015, la Corte Suprema de Justicia de la Nación declaró inconstitucional la detracción del 15% sobre los impuestos coparticipados que se realizaba para financiar a la ANSES y obtuvieron su devolución en un 100%.

El 16 de noviembre de 2017 las provincias argentinas firmaron un Consenso Fiscal con la Nación donde se acordaron 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 por la mayoría de las legislaturas provinciales.

Provincia de Entre Ríos

De acuerdo a la Constitución de ER, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyos titulares son el Gobernador y Vicegobernador, elegidos directamente por el voto popular. El mandato de gobierno dura cuatro años, autorizándose una única reelección.

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

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

el régimen provincial de coparticipación de impuestos sin afectación específica y del 18% de la totalidad de la recaudación de los impuestos provinciales.

Deuda y Liquidez

Deuda

En 2017 (datos provisorios) la deuda directa ascendió a \$ 25.603,5 millones, un 31,4% por encima de la deuda del 2016 (*ver gráfico 1*). Este incremento se explica principalmente por la activa participación de la Provincia en el mercado de capitales internacional y local con la emisión de títulos de deuda a fin de cubrir las necesidades financieras del ejercicio y déficits acumulados. Adicionalmente, la Provincia recibió el préstamo con el FGS de la ANSeS por \$ 920 millones, equivalente al 3% del total de detracción del 15% en el marco de la devolución gradual de los recursos de coparticipación del ANSeS. En enero de 2018 se recibió este préstamo equivalente a un monto de \$ 1.090,65 millones.

La deuda directa respecto a los ingresos corrientes fue de 47% en 2017, indicador por encima del consolidado provincial del 39,3%; sin embargo se ha mantenido relativamente estable en los últimos 5 años (45,8% en 2013). FIX estima que el apalancamiento en 2018 rondará el 47,2% de los ingresos corrientes proyectados, asumiendo que se contrae toda la deuda presupuestada y el saldo remanente de \$ 3.100 autorizados por la ley 10.480. En el marco de esta ley, que autoriza un endeudamiento máximo por hasta \$ 4.000 millones, en 2017 se contrajo un préstamo de libre disponibilidad con el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) por \$ 900 millones con vencimiento en mayo de 2018.

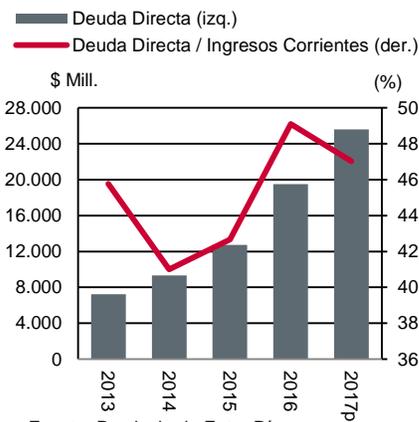
Dentro del monto total de endeudamiento autorizado para el 2018, la Provincia tiene intenciones de emitir TDP ER 2018 por hasta \$ 3.500 millones en el mercado local (ampliable hasta el monto autorizado en los artículos 5 y 6 de la Ley de Presupuesto N°10.531). Estos títulos devengarán una tasa variable con pagos trimestrales, con un cupón fijo del 27,5% anual para los dos primeros servicios y una amortización de capital en dos cuotas anuales del 50% en los años 2021 y 2022. Estos títulos no cuentan con garantía, son un endeudamiento quirografario de la Provincia.

La emisión de títulos en el mercado internacional durante el 2017 por un total de USD 500 millones le otorgaron a la Provincia cierta holgura económico-financiera, aliviando la presión de la liquidez, aunque el peso de la Caja Previsional contrarrestó parcialmente dicho efecto. A su vez Entre Ríos tiene otros títulos de deuda vigente (TD ER 2016 Serie I Clase III) que cuentan con garantía de los recursos de coparticipación de impuestos que actúan en forma de retención y pago, la cual fue ponderada en la calificación de los instrumentos (*ver Anexo C*).

La composición de la deuda provincial es favorable en términos de acreedor, moneda y tasa, aunque la tendencia es negativa: en 2017 el 37,4% de la deuda se concentraba en el Gobierno Nacional, una deuda de largo plazo, en pesos, a tasa fija y con un acreedor amigable; mientras que en 2013 esta deuda representaba el 53,2%. Adicionalmente, hasta el año 2016, las necesidades financieras de la Provincia y las condiciones del mercado local, determinaron una deuda más de corto plazo alcanzando una vida promedio al 31/12/2016 de 2,8 años. En 2017, el plazo promedio de la vida de la deuda mejoró considerablemente, siendo al 31/12/2017 de 5,3 años, gracias al acceso de Entre Ríos al mercado internacional.

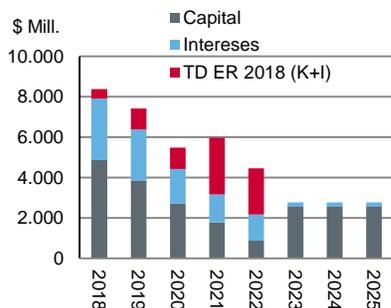
En 2017 los servicios de deuda representaron un 176% del ahorro operativo (AO), ratio que ya incluye el ajuste por el impacto del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO) dado que desde el último año la administración realizó un cambio en la contabilización de estos servicios a fin de igualarse con el resto de los sub-soberanos que hacen uso de esta herramienta financiera. Si se compara este ratio contra el ratio ajustado del 2016 (605,6%) se registra una importante mejora producto de un ahorro operativo más robusto. FIX estima que para 2018 los servicios de

Gráfico 1: Evolución de la Deuda



Fuente: Provincia de Entre Ríos
P – datos provisorios

Gráfica 2: Perfil Amortización de Deuda



Fuente: Provincia de Entre Ríos

deuda insumirán el 106% del ahorro operativo proyectado por la calificadoradora, implicando una mejora en el riesgo de refinanciación.

En 2017 los servicios de deuda representaron un 176% del ahorro operativo (AO) frente a un 815,9% en 2016. FIX a fines de ser equitativos con la comparación de este ratio con otros pares calificados, realizó un ajuste sobre los servicios de deuda por el impacto del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO), por lo cual en el 2017 el ratio se reduce a 126,2%, mientras que en el 2016 al 684,2%. La importante mejora que se registra de este indicador en 2017 se dio producto de un ahorro operativo más robusto. FIX estima que para 2018 los servicios de deuda insumirán el 106% del ahorro operativo proyectado por la calificadoradora, implicando una mejora en el riesgo de refinanciación.

Liquidez

La posición de liquidez de la Provincia es ajustada, a raíz del déficit acumulado que se viene generando desde el año 2008 y que al 31/12/2017 (datos provisorios) registra \$ 3.102 millones considerando el impacto de la ISS en las cuentas provinciales.

En el 2017 se observa cierta mejora en algunos indicadores de liquidez, la deuda flotante representó 43,1 días del gasto primario y 11,7% respecto de los ingresos operativos de dicho año frente a 48,2 días del gasto primario y 14,2% respectivamente en el 2016. El carácter cortoplacista de la deuda obliga a ER a lograr stocks de saldos líquidos suficientes para evitar arrastres de estos pasivos operativos de un ejercicio a otro, cuestión que no logra desde el 2011. En el 2017 los saldos líquidos cubrieron 0,5x (veces) de la deuda flotante.

La Provincia cubre déficits transitorios del tesoro provincial con la utilización del FUCO, que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades transitorias de caja sin costo financiero. Adicionalmente ER cuenta con otra fuente de liquidez a través de la emisión de Letras de Tesoro de corto plazo. No obstante, en el 2017 las emisiones internacionales le aportaron a ER cierto alivio en la liquidez, de hecho a la fecha no existen en circulación Letras de Tesorería.

Otro de los mecanismos para hacer frente a situaciones de falta de liquidez son adelantos de coparticipación por parte del Gobierno Nacional que se cancelan durante el mismo mes y que son solicitados a cuenta de futuros ingresos coparticipables. Estos adelantos no son consolidados como deuda pública con el Gobierno Nacional. Los adelantos solicitados y cancelados en 2017 fueron de \$ 6.200 millones y a marzo de 2018 de \$ 1.950 millones.

Contingencias

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

A partir de 2016, el Estado Nacional asumió el compromiso de contribuir al financiamiento del régimen previsional de la Provincia se esperaba que Nación financie aproximadamente el 50% del déficit de la Caja Previsional de PER, aunque en la práctica se financió solo el 20%. En diciembre de 2016, se firmó un convenio, donde Entre Ríos reconoce y asume una deuda con ANSeS por \$ 385,08 millones en concepto de prestaciones percibidas generadas por una infracción a la Ley N°14.370, motivo por el cual se decidió cancelar la totalidad de la deuda neteando la misma de los fondos a percibir por la Nación. En el 2016 se reconoció un monto de \$ 1.125,08 millones por la determinación del déficit previsional de dicho ejercicio pero la Provincia percibió un monto de \$ 740 millones bajo este concepto. En el 2017 se recibieron \$ 893

millones y para el 2018 se esperan \$ 1.430 millones. Si bien durante 2017 se recibieron anticipos por \$893 millones, la Provincia aún no ha firmado el Convenio de Asistencia Financiera de la Caja de Seguridad Social, que finaliza el cálculo teórico de cuánto debería financiar Anses sobre el déficit efectivamente registrado.

Con la firma del Consenso Fiscal del 2017, la Nación ya no exige la armonización de las cajas provinciales no transferidas sino que estipula que financiará la parte del déficit de la Caja por los desequilibrios que tendría la ANSES en caso que la jurisdicción hubiese transferido la caja previsional y tuviera que hacerse cargo de dichas jubilaciones y pensiones.

Al analizar las cuentas provinciales incorporando el peso de las ISS se observa el impacto del déficit de la Caja en la flexibilidad presupuestaria provincial. En el año 2016 el margen operativo pasó de un superávit de 3,2% a un déficit operativo de 5% incluyendo la financiación de las ISS. En 2017, este deterioro pasó de 9,8% a 0,5%. Cabe destacar que el resultado operativo de la Administración Central y Organismos Descentralizados está parcialmente sobreestimado, debido a que se consideran como recursos operativos las transferencias que recibe la Administración Central por parte de Nación en concepto de asistencia financiera a la Caja Previsional, pero que luego debe transferir para financiar el déficit de esta institución. El resultado operativo de la Administración General es del 0,5%, pero si se consideran estos recursos como transferencias corrientes a la Administración Central el margen se eleva hasta el 9,8% y si se considerara que se transfieren directamente al ISS, se contraería hasta el 8,3% (ver Gráfico 4).

En cuanto a empresas públicas que no consolidan presupuestariamente con la administración provincial, podemos destacar a ENERSA, empresa de energía eléctrica de ER. El ajuste realizado a las tarifas permite mantener los planes de inversión de la compañía, que actualmente no le está ocasionando afectación de recursos a la Provincia.

Desempeño presupuestario

El sector de la administración pública de ER consiste en la Administración Central, los Organismos Descentralizados e ISS. Los Anexos A y B incluyen únicamente las cuentas de la Administración Central y los Organismos Descentralizados a efectos de que las cuentas sean comparables con el consolidado provincial. Se analizaron los ejercicios fiscales cerrados de 2013-2016, datos provisorios al cierre 2017, así como el presupuesto 2018 y las implicancias del Consenso Fiscal.

Ingresos operativos

Los ingresos operativos de Entre Ríos, que representan un 95% de los ingresos totales, al cierre provisorio de 2017 ascendieron a \$ 53.302 millones, equivalente a un aumento nominal del 34,3% con respecto al 2016.

La estructura de ingresos operativos de la PER es pro-cíclica, donde el peso de Ingresos Brutos y Coparticipación de Impuestos (cuyos principales componentes son el IVA y el Impuesto a las Ganancias) promedia el 66,2% para el período 2013-2016, cuyas respectivas evoluciones recaudatorias están estrechamente vinculadas al nivel de actividad económica y de precios. En 2017 el crecimiento de los ingresos operativos se explicó por el incremento de los Ingresos Propios (+39,6%), motorizados por Ingresos Brutos y, por la evolución ingresos federales (+34,1%). Estos últimos también se incrementaron por la devolución progresiva del 3%, en el marco de la eliminación gradual de la retención del 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social.

ER depende en gran medida de las transferencias de origen federal: en promedio para el período 2013-2017 la participación de estos recursos representaron un 65,6% de los ingresos operativos, por encima del consolidado provincial (56,1%). Lo anterior le resta flexibilidad presupuestaria a la

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2015	2016	2017p
- Ingresos Brutos	4.469	5.932	8.580
- Sellos	455	610	1.137
- Inmobiliario	1.433	1.998	2.500
- Patententes	722	1.032	1.312
- Otros Tributarios	629	845	1.017
Tributarios provinciales	7.708	10.416	14.546
Regalías	141	135	139
Tasas, Derechos y otros	387	644	1.346
Tributarios nacionales	19.842	25.411	34.087
Transferencias corrientes	1.513	2.719	3.525
Total ingresos operativos^a	29.835	39.692	54.196

^a - no incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados).

p - Provisorio

Fuentes: Entre Ríos y cálculos de FIX.

Provincia por el lado de los ingresos, aunque se destaca que la dependencia es principalmente de recursos que se distribuyen en forma automática bajo lo estipulado por Ley. Las transferencias discrecionales sólo representaron un 4,9% en 2017, en las cuales se incluyen las transferencias para financiar la Caja de Seguridad Social.

De acuerdo al presupuesto 2018, se espera que los ingresos operativos aumenten un 19,3% respecto al cierre provisorio 2017, pero FIX en base a proyecciones de inflación más elevadas que las pautas macrofiscales 2018 y cambios originados en el Consenso Fiscal (sancionado y adherido por la Provincia posteriormente a la elaboración del Presupuesto), estima que los ingresos operativos crecerán a niveles del 24,6% por una mejor dinámica de los ingresos propios.

El Consenso Fiscal tendría un impacto neutro por el lado de los ingresos tributarios de origen nacional percibidos por la Provincia, pero uno positivo por el lado de la emisión de títulos públicos nacionales intransferibles depositados, que le reeditarían servicios por \$ 72 millones mensuales, desde agosto de 2018 y por el transcurso de 10 años.

Asimismo, el Consenso estableció una serie de compromisos respecto a los impuestos provinciales, para lo cual definió un sendero de reducción de alícuotas de Ingresos Brutos, fijando topes a cada línea de actividad, y eliminación gradual del tributo a los sellos desde 2019. Dentro de este marco, la Provincia eliminó la alícuota a las industrias foráneas y modificó las correspondientes a las siguientes actividades: industria, transporte, intermediación financiera, y eliminó el impuesto a la transmisión gratuita de bienes.

Por otro lado, la agencia de recaudación emprendió políticas tendientes a mejorar el control y la eficiencia recaudatoria. Recientemente, como efecto de la sequía que afectó a parte del territorio provincial, el Ejecutivo decidió diferir el pago del impuesto inmobiliario rural al ejercicio 2019.

Gastos operativos

Los gastos operativos (incluye transferencias corrientes) en 2017 totalizaron \$ 48.876 millones, equivalente a un aumento nominal del 27,2% con respecto al 2016, muy por debajo del crecimiento promedio interanual del 38,6% para el período 2013-2016. Esta contención del gasto se debe principalmente a una desaceleración del gasto en personal, que creció interanual un 27,6% en el 2017 frente a un 38,9% en el 2016.

Lo anterior permitió flexibilizar en cierta medida la rigidez del gasto, en donde el gasto en personal representó el 62,9% de los ingresos operativos en 2017 mientras que fue del 66,2% en 2016. Es un desafío para la administración mantener cierta contención del gasto en un contexto donde el nivel de inflación aún se mantiene en niveles elevados.

Según el presupuesto 2018, se espera un crecimiento del gasto operativo del 13% respecto al 2017, aunque FIX, sobre la base de estimaciones más conservadoras, estima podría ubicarse en un incremento del 20,9%.

Debido a los cambios en la estructura tributaria emanada del Consenso Fiscal, se hubiera reducido la masa coparticipable destinada a Municipios, fundamentalmente por la desafectación del impuesto al cheque a la masa coparticipable. Dado que la Provincia no coparticipa los ingresos adicionales percibidos por el Consenso Fiscal (adicional de Ganancias y compensación por la desafectación del impuesto al cheque), que permiten tener un impacto fiscal neutro por el lado de los ingresos, el Ejecutivo decidió coparticipar a Municipios las sobrealícuotas de IIBB que se fijaron en 2012 y 2013, de tal manera de que estos no sufran una merma en los recursos de coparticipación municipal. Por este motivo, FIX entiende el impacto fiscal del Consenso para la PER fue neutro por el lado de los ingresos como de los gastos.

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

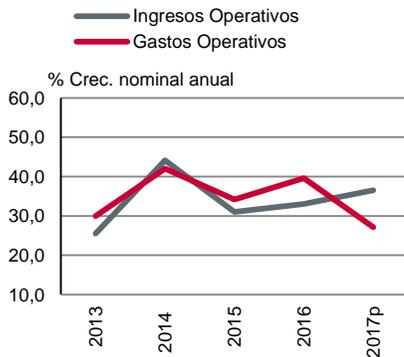
	2015	2016	2017p
- Personal	18.933	26.290	33.536
- Bs y Ss no personales	2.428	3.112	4.422
-Transferencias corrientes	6.170	8.930	10.918
Total gastos operativos^a	27.531	38.432	48.876

^a - no incluye intereses pagados.

p - Provisorio

Fuentes: Entre Ríos y cálculos de FIX.

Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos



p - Provisorio
Fuente: Provincia de Entre Ríos y cálculos de FIX

Ahorro operativo e inversión

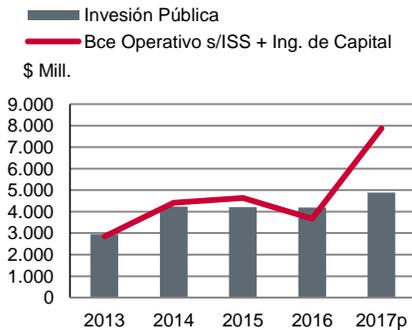
ER logró, en el periodo 2013-2016 y en un marco de mayores presiones inflacionarias, registrar márgenes operativos (ahorro operativo sobre ingresos operativos) positivos en el orden del 7,3% sin considerar el peso de la ISS. Sin embargo, si se considera el peso de la misma, el margen operativo se torna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

En el 2017 el margen operativo sin el peso de las ISS mostró una importante mejora con relación a 2016 (9,8% frente al 3,2%) por una buena evolución de los ingresos operativos (+36,5%) e importante contención del gasto (+27,2%), principalmente en personal (*ver gráfico 3*). Sin embargo, la Caja Previsional sigue siendo la principal restricción presupuestaria de la PER, con un importante peso de las jubilaciones y pensiones con relación a las prestaciones; si se incorporan las ISS el margen operativo se reduce a un muy ajustado 0,5%.

La Provincia no pudo cubrir los déficits de los ejercicios anteriores dado que no obtuvo excedentes financieros dada la importante presión de la Caja Previsional. Recién en el 2017 accedió a fuentes de financiamiento de largo plazo que le dieron cierto alivio en la presión de liquidez en el corto plazo (*ver gráfico 4*). Las transferencias de Nación para financiar parte del déficit de la Caja (aproximadamente el 20%), permitió una leve mejora del margen a nivel general de la administración. En el 2017 si las transferencias no se hubieran ejecutado, el margen del 0,5% se hubiera tornado negativo en 0,9%. Si las transferencias hubieran sido por el equivalente a una financiación del 50% como espera la actual administración debería ser, el margen operativo hubiera ascendido a 2,2%.

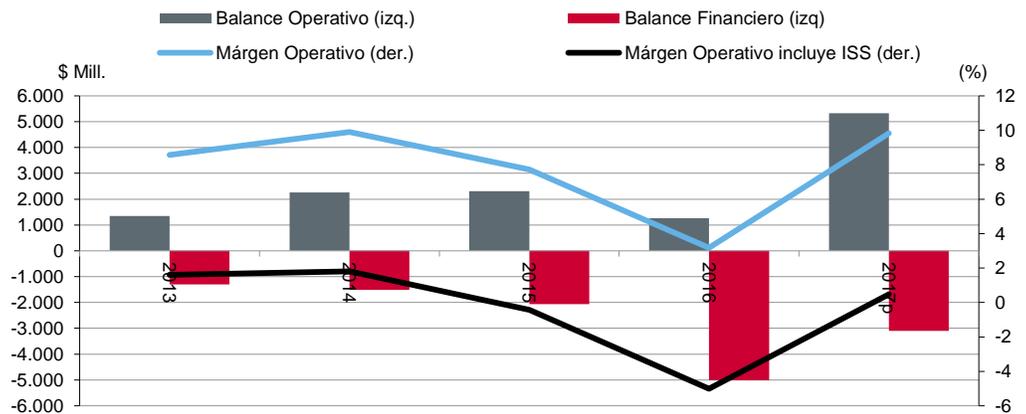
FIX estima que en el 2018 continuará la recomposición del margen operativo, pero será levemente inferior a lo presupuestado (13,1%) y cercano al 12,5% y asumiendo la Administración General el presupuesto proyecta un margen de 4,1% mientras FIX un 3,1%.

Gráfica 5: Ahorro e Inversión



p - Provisorio
Fuente: Provincia de Entre Ríos

Gráfico 4: Desempeño Presupuestario



p - Provisorio
Fuente: Provincia de Entre Ríos

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

En cuanto a la inversión, el presupuesto 2018 prevé un importante crecimiento hasta alcanzar el 19,1% de los ingresos corrientes aunque esta suele presupuestarse por encima de lo que se

proyecta ejecutar, lo cual depende de diversas variables como ser; resolución de procesos licitatorios, obtención del financiamiento u otras cuestiones operativas.

Gestión y Administración

El actual Gobernador de ER es el Contador Gustavo Bordet, perteneciente al Partido Frente para la Victoria, quien fue electo en las últimas elecciones del 25 de octubre de 2015 para gobernar la Provincia por el período 2015-2019. En el pasado Bordet fue Intendente de Concordia por dos mandatos consecutivos (2007-2011 y 2011-2015). Actualmente el partido del gobernador cuenta con mayoría en la Cámara de Diputados. Las elecciones más recientes para ambas cámaras tuvieron lugar el 25 de octubre de 2015 en la que se impuso el FPV (oficialismo provincial), con el 43,17% de los votos, mientras que la coalición Cambiemos obtuvo el 39,38% de los votos.

Perfil Socioeconómico

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

Población y condición social

De acuerdo al censo 2010, ER es la séptima provincia argentina más poblada con 1.235.994 habitantes, equivalente al 3,1% de la población nacional. La población entrerriana aumentó un 7,9% respecto al censo 2001, por debajo del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. El 45% de la población se concentra en cuatro municipios, siendo el principal la ciudad capital, Paraná.

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

Según INDEC la tasa de desempleo del Gran Paraná fue del 3% al cierre de 2017 versus el 5% al cierre de 2016. Por otra parte, también al cuarto trimestre de 2017, el desempleo registró un 7,2% para el consolidado de aglomerados urbanos.

Adicionalmente la pobreza en el Gran Paraná fue del 18,6%, contra un consolidado nacional del 25,7% al segundo semestre de 2017, mientras que la indigencia registró un 3,7% contra un consolidado nacional del 4,8%.

Economía

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

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

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

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

Anexo A

Provincia de Entre Ríos

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2013	2014	2015	2016	2017p
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	14.266,1	20.360,4	27.550,1	35.827,5	48.632,4
Otras transferencias Corrientes recibidas	713,8	1.142,0	1.513,2	2.719,0	3.524,8
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	817,8	1.266,8	771,6	1.145,5	2.039,2
Ingresos Operativos	15.797,6	22.769,2	29.834,8	39.692,0	54.196,4
Gastos operativos	-14.444,1	-20.513,7	-27.531,0	-38.432,0	-48.876,4
Balance Operativo	1.353,5	2.255,5	2.303,9	1.260,0	5.320,0
Intereses cobrados	0,1	0,3	0,3	1,2	253,8
Intereses pagados	-160,3	-229,3	-470,3	-1.315,9	-1.885,9
Balance Corriente	1.193,3	2.026,5	1.833,9	-54,8	3.687,9
Ingresos de capital	1.492,3	2.156,5	2.323,9	2.411,9	2.556,1
Gasto de capital	-2.947,5	-4.234,5	-4.205,1	-4.189,6	-4.893,2
<i>Balance de capital</i>	<i>-1.455,2</i>	<i>-2.078,0</i>	<i>-1.881,2</i>	<i>-1.777,6</i>	<i>-2.337,1</i>
Balance Financiero	-261,9	-51,5	-47,3	-1.832,4	1.350,8
Balance Financiero luego ítems figurativos	-1.299,8	-1.515,4	-2.063,0	-5.007,0	-3.101,8
Nueva deuda	1.669,5	1.890,0	5.189,4	12.162,6	16.847,6
Amortización de deuda	-960,9	-2.032,9	-4.994,7	-8.963,8	-7.478,6
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>708,6</i>	<i>-142,9</i>	<i>194,7</i>	<i>3.198,8</i>	<i>9.369,0</i>
Resultado Final	446,7	-194,4	147,4	1.366,4	10.719,8
DEUDA					
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	7.229,2	9.335,7	12.727,2	19.490,9	25.603,5
Deuda Directa	7.229,2	9.335,7	12.727,2	19.490,9	25.603,5
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	7.229,2	9.335,7	12.727,2	19.490,9	25.603,5
- Liquidez	1.546,4	1.948,7	3.184,0	2.939,5	3.085,1
Riesgo Directo Neto	5.682,8	7.387,0	9.543,2	16.551,4	22.518,4
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Final Neto	5.682,8	7.387,0	9.543,2	16.551,4	22.518,4
Datos sobre Riesgo Directo					
% moneda extranjera	30,7	31,8	32,0	20,5	45,1
% no bancaria	19,9	17,9	20,0	11,5	40,5
% tasa de interés fija	67,2	55,6	44,6	73,4	96,0

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

	2013	2014	2015	2016	2017p
Ratios de Desempeño Presupuestario					
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	8,6	9,9	7,7	3,2	9,8
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	7,6	8,9	6,1	-0,1	6,8
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	-1,5	-0,2	-0,1	-4,4	2,4
Resultado final/Ingresos totales (%)	2,6	-0,8	0,5	3,2	18,8
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	25,5	44,1	31,0	33,0	36,5
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	30,0	42,0	34,6	39,6	27,2
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	-14,5	69,8	-9,5	-103,0	6829,7
Ratios de Deuda					
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	31,0	22,6	26,6	34,7	23,9
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,0	1,0	1,6	3,3	3,5
Balance operativo/Intereses pagados (x)	8,44	9,84	4,90	0,96	2,8
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	9,7	12,6	22,2	30,1	17,2
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	113,7	127,1	287,5	947,6	176,0
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	45,8	41,0	42,7	49,1	47,0
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	45,8	41,0	42,7	49,1	47,0
Deuda directa/Balance corriente (x)	6,1	4,6	6,9	-355,7	6,9
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	6,1	4,6	6,9	-355,7	6,9
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	36,0	32,4	32,0	41,7	41,4
Deuda directa per capita (\$)	5.734	7.333	9.898	14.605	19.186
Ratio de Ingresos					
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a	n.a	n.a	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	90,3	89,4	92,3	90,3	89,7
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	25,9	28,5	28,0	29,1	29,9
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	4,5	5,0	5,1	6,9	6,5
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	91,4	91,3	92,8	94,3	95,1
Ingresos totales ^b per capita (\$)	13.714	19.579	25.011	31.551	42.718
Ratios de Gasto					
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	66,0	67,1	68,7	68,4	68,6
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	24,8	23,6	22,4	23,2	22,3
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de capital/Gasto total (%)	15,9	15,7	11,3	7,9	7,8
Gasto total per capita (\$)	14.684	21.217	29.049	39.642	47.310
Financiamiento de Gasto de Capital					
Balance corriente/Gasto de capital (%)	40,5	47,9	43,6	-1,3	75,4
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	50,6	50,9	55,3	57,5	52,2
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	24,0	-3,4	4,6	76,6	191,5

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.

Títulos de Deuda Pública ER (TDP ER)

Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (31/12/2017)	Tasa	Amortización
TD ER 2016 Serie I Clase III	USD 4.669.950	21/12/2016	21/12/2018	USD 4.622.694	Fija 6,58% n.a./ Pagos Trimestrales	Al vencimiento
TD ER 2017	USD 500.000.000	08/02/2017 (USD 250 mill) 15/11/2017 (USD 150 mill)	08/02/2025	USD 500.000.000	Fija 8,75% n.a./ Pagos Semestrales	En tres cuotas anuales a partir del 2023

TD ER 2016 Serie I Clase III

Rango: Los Títulos constituirán obligaciones directas, generales, incondicionales, no subordinadas y garantizadas de la Provincia y tendrán un rango paripassu con el resto de las obligaciones no subordinadas y no privilegiadas de la Provincia, estableciendo asimismo que los Títulos se beneficiarán de los derechos que otorga la Garantía.

Garantía: los Títulos estarán garantizados con los derechos de la Provincia a percibir los recursos provenientes del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos Nacionales Ley N° 23.549, de acuerdo a lo establecido por los Artículos 1°, 2° y 3° del Acuerdo Nación-Provincias sobre Relación Financiera y Bases de un Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos, ratificado por la Ley Nacional N° 25.570, o aquél que en el futuro lo sustituya

Estructura y niveles de Cobertura

Según lo estipulado en el Contrato del Fideicomiso en Garantía, la coparticipación se retiene por orden del Deutsche Bank S.A. (Fiduciario), mediante notificación al Banco de la Nación (Agente de Retención), en función del cronograma de pago que puede ser modificado acorde a la evolución de la tasa de interés. La cuenta de cobranza tiene que contar con los siguientes saldos mínimos:

1. Durante el Periodo de Gracia:
 - 1,15x el monto de los intereses de los Títulos pagaderos en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo (5to día hábil anterior a cada fecha de pago);
2. Durante el Periodo de Repago de Capital:
 - 1,15x el monto de los intereses de los Títulos pagaderos en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo;
 - 1,15x el monto de capital de los Títulos pagadero en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible a partir de los 90 días corridos antes de la fecha de cálculo. El monto de retención es calculado al tipo de cambio aplicable en la fecha de cálculo del comienzo de la transferencia para el caso de la clase en dólares.

Seguimiento

A la fecha del presente informe de calificación se están abonando los servicios de deuda correspondiente a los TDP vigentes de acuerdo a los términos y condiciones estipulados y de acuerdo a lo informado por el Fiduciario en Garantía se están reteniendo, según lo convenido en el Contrato de Fideicomiso, los fondos provenientes de la coparticipación de impuestos que actúan como garantía y pago de los instrumentos.

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 26 de abril de 2018, confirmó las calificaciones vigentes de la Provincia de Entre Ríos (PER) y cambió la perspectiva de largo plazo a 'Estables' desde 'Negativa'. Adicionalmente, FIX asignó la calificación 'BBB-(arg)', Perspectiva Estable a los TDP ER 2018 por hasta \$ 3.500 millones (ampliable hasta \$ 6.892 millones autorizado en los artículos 5 y 6 de la Ley de Presupuesto N°10.531) a emitirse por la PER.

Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Endeudamiento de Largo Plazo	BBB-(arg)	Estable	BBB-(arg)	Negativa
Títulos de Deuda Pública ER 2016 Serie I Clase 3 en dólares VN USD 4.669.950	BBB+(arg)	Estable	BBB+(arg)	Negativa
Títulos de Deuda Pública ER 2018 por hasta VN \$ 3.500 millones*	BBB-(arg)	Estable	No aplica	No aplica

* Ampliable hasta \$ 6.892 millones autorizado en los artículos 5 y 6 de la Ley de Presupuesto N°10.531.

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.

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

Fuentes de Información: Las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado a abril de 2018 y asimismo la siguiente información pública disponible en www.entrerios.gov.ar:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda consolidada y flotante para el período 2013-2016 y provisoria (al 28/02/2017) del ejercicio 2017.
- Presupuesto aprobado del año 2018.
- Detalle de Saldo de Caja y Bancos para cada cierre de ejercicio.

Adicionalmente:

- Pagos a los Títulos de Deuda Pública ER disponibles en www.bolsar.com.

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'

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o dissemination de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.