FIX (afiliada de Fitch) subió las calificaciones de la Provincia de Córdoba

15 de septiembre de 2022

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings”, en adelante FIX o la calificadora, subió a ‘AA(arg)’ desde ‘A+(arg)’ la calificación de largo plazo de la Provincia de Córdoba (PC) y a ‘A1+(arg)’ desde ‘A1(arg)’ la de corto plazo. FIX entiende que la Provincia no presenta riesgo de refinanciamiento en el corto-mediano plazo, gracias al cronograma de pagos de su deuda que junto a una importante liquidez con buena administración de sus activos y al desempeño fiscal y financiero de los últimos años le otorgan una sólida capacidad de pago. En su escenario base, la calificadora prevé que los márgenes converjan a valores históricos, con un moderado riesgo de refinanciamiento a partir de 2025, manteniendo la solvencia acorde al nivel de calificación. Adicionalmente, la calificadora subió a ‘AA(arg)’ desde ‘A+(arg)’ la calificación de largo plazo de los Títulos de Deuda Púbica Clase I con vencimiento 2026 (CO26). La perspectiva se mantiene Estable para las calificaciones de largo plazo.

FACTORES RELEVANTES DE LA CALIFICACIÓN

Elevados márgenes operativos: FIX estima para el 2022 que el margen operativo se ubique en un rango similar o levemente por debajo al del 2021 (25,1%), dado el contexto de alta inflación y el rezago de los gastos –principalmente en la masa salarial- con relación a la evolución de los ingresos. Sin embargo, ante la pérdida real promedio de la masa salarial del período 2018-2021, es esperable se logre un sostenimiento real de las remuneraciones de los empleados públicos, aunque con recursos creciendo al ritmo de la evolución de los precios y actividad. FIX estima que en el mediano plazo los márgenes robustos observados en el último año y el corriente no sean sostenibles y converjan a un nivel histórico promedio estructural de aproximadamente el 11% incluyendo el Instituto de Seguridad Social (ISS).

Muy buenos niveles de liquidez: en términos relativos, en 2021 las disponibilidades representaron el 25,47%, de los ingresos totales, por encima del promedio histórico provincial, y se mantiene en estos buenos niveles al primer trimestre 2022. FIX espera que la fuerte reactivación presupuestada en el plan de obras públicas sumado a posibles presiones para una recomposición salarial, aunque difícil en un contexto de alta inflación, puedan reducir los altos indicadores de liquidez a futuro, aunque sostenidos en niveles confortables. La reestructuración de deuda externa descomprimió fuertemente los vencimientos para el período 2021-2028, por lo que de sostener la buena y prudente conducta fiscal y crediticia podría mantener buenos niveles de liquidez en el mediano plazo, lo que permitiría reducir el moderado riesgo de refinanciamiento que recién se vislumbra para el 2025.

Déficit del Instituto de Seguridad Social (ISS): el peso del ISS afecta las finanzas de la PC a través de un deterioro del margen operativo, aunque gracias a las reformas del 2020, la presión se alivianó y se redujo en 2 p.p en 2021. El margen considerando la presión del ISS, pasó 25,1% al 17,8% en 2021 y del 20,7% al 11,5% en 2020. Esto ayuda, en parte, a contrarrestar el desfasaje en el financiamiento por parte de Nación al transferir anticipos al valor del último Convenio Bilateral del 2019. Esto le quita flexibilidad presupuestaria reduciendo el financiamiento del déficit de la caja (en el 2019 se financió el 72,6% y en el 2022 se espera solo se financie un 30,9%

si se mantiene en estos niveles).

Baja exposición a transferencias discrecionales: estas transferencias no automáticas que son transferencias intergubernamentales (de origen federal y otras) representaron un 6,5% de los ingresos operativos en el período 2017-2019; se incrementaron al 8% en 2020 debido a las asistencias nacionales para afrontar la emergencia sanitaria y se redujeron al 7% en el 2021. FIX no prevé grandes cambios en este indicador. De hecho con el retraso en la actualización de los anticipos de la caja estos niveles pueden estar más bajos.

Moderado nivel de endeudamiento y muy buena capacidad de pago: FIX observa una fuerte mejora en la capacidad de pago producto de la reestructuración de deuda externa, sumado a la proyección de buenos resultados fiscales para 2022 y en adelante, sobre la base de un histórico comportamiento fiscal prudente de la PC. El nivel de apalancamiento es moderado con relación a otros pares calificados, al 31.12.2021 la deuda representa el 47,01% de los ingresos corrientes y se estima que en el 2022 se sitúe en niveles similares o levemente por encima 51,9%.

Desfavorable composición de deuda: la estructura de deuda posee una fuerte concentración en moneda extranjera (95% del stock al 31.12.2021), sin ingresos correlacionados directamente a dicha moneda. Desde 2023, en promedio el 96% de los servicios de deuda que afrontará la PC son en dólares, lo que la expone a un elevado riesgo cambiario. Sin embargo, la reestructuración de deuda permitió, alargar plazos, aplanar la curva de vencimientos de deuda y reducir el costo financiero. A su vez, en un contexto de atraso cambiario, el peso relativo de los servicios podría licuarse ante una evolución favorable de los márgenes impulsados por los ingresos indexados a la inflación y gastos rezagados.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Desempeño fiscal-financiero: ante un deterioro de los márgenes por encima de lo previsto, al igual que una devaluación de la moneda superior, con impacto directo en los niveles de liquidez, las calificaciones podrían sufrir una acción a la baja. Futuras subas de la calificación están condicionadas a una mejora en la composición de la deuda en cuanto a moneda y a una mayor previsibilidad del financiamiento de la Caja de Jubilaciones.

Entorno operativo: la calificación del emisor dependerá de la evolución de la flexibilidad fiscal, financiera y sostenibilidad de la deuda en un escenario macroeconómico más adverso como así también del impacto de posibles cambios en el marco regulatorio donde se desenvuelven los entes sub-nacionales y nuevas adecuaciones a la normativa vigente en materia cambiaria que pudieran resultar en un evento.

Detalle de las acciones de calificación:

Emisor	Acción de calificación	Calificación actual	Calificación anterior
PROVINCIA DE CORDOBA			
Emisor corto plazo	Suba	A1+(arg)	A1(arg)
Emisor largo plazo	Suba	AA(arg) / PE	A+(arg) / PE
Títulos de Deuda Pública Clase I (CO26) por USD 300 millones	Suba	AA(arg) / PE	A+(arg) / PE

PE – Perspectiva Estable

Contactos

Analista Principal

Cintia Defranceschi

Director

cintia.defranceschi@fixscr.com

+54 11 5235-8143

Analista Secundario

Mateo López Vicchi

Analista

mateo.lopezvicchi@fixscr.com

+54 11 5235 8100

Responsable del sector

Mauro Chiarini

Senior Director

mauro.chiarini@fixscr.com

+54 11 5235-8140

Relación con los Medios: Diego Elespe, Head Comercial y de Desarrollo de Negocios

diego.elespe@fixscr.com

+5411 5235-8100/10

-

INFORMES RELACIONADOS Y METODOLOGÍA APLICABLE

FIX utilizó el Manual de Calificación de Finanzas Públicas presentado ante la *Comisión Nacional de Valores* (disponible en www.cnv.gob.ar).

Metodología de Calificación de Canje Forzoso de Deuda, Sep.27.2019

El dilema de los sub-soberanos ante la reestructuración Argentina de deuda, Mar.12, 2020

Impacto del COVID-19 en los Sub-soberanos, Abr.02, 2020

Los informes correspondientes se encuentra disponible en nuestra web "www.fixscr.com".

"www.fixscr.com".

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÒN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA “FIX”, ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: 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. 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.

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 son riesgos 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 substituto 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, pero no 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.