

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 para calificaciones de largo plazo.

Información Financiera

Provincia del Chubut	31 Dic 2016 ^P	31 Dic 2015 ^P
Ingresos Operativos (\$ mln.)	21.587,7	17.184
Deuda Consolidada (\$ mln.)*	20.506	8.512
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	(3,0)	3,6
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	17,3	1,6
Deuda/ Balance Operativo (x)	(31,3)	13,7
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	(0,7)	5,3
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	15,4	18,6
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	(23,0)	(13,9)
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	(28,7)	14,2

Ejecuciones Presupuestarias 2015-2016 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

Belen Carrera
 Analista
 +54 11 5235-8138
belen.carrera@fixscr.com

Responsable del sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Asignación de calificación: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” (FIX o la Calificadora) asignó a la Provincia del Chubut (PC) la calificación ‘BBB-(arg)’ de emisor de largo plazo y la ‘A3(arg)’ de corto plazo. La perspectiva de las calificaciones de largo plazo es Estable.

Elevado nivel de endeudamiento y deteriorada sostenibilidad: de acuerdo a los cálculos de FIX, la PC finalizará 2017 con una deuda de \$24,3 mil millones, lo que representaría un 83,9% de los ingresos corrientes presupuestados para 2017. Si bien este ratio es considerado alto, FIX considera que el nivel de endeudamiento es atenuado debido a su cronograma de vencimientos y su adecuado calce con regalías. FIX estima que en 2017 la PC destinará el 6,6% de los ingresos corrientes al pago de intereses, mientras que en 2015 fue el 0,7%. La emisión de USD 650 millones en el mercado internacional durante 2016 permitió una mejora en la curva de vencimientos y alargamiento de la vida promedio de la deuda. No obstante, la emisión no redujo el nivel de endeudamiento 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. El restante 50% (USD 325 millones), fue ejecutado parcialmente, y el saldo restante se registra en forma de disponibilidades y con destino asignado a obra pública.

Alto porcentaje de deuda en moneda extranjera, pero con adecuado calce de ingresos: a fines de 2016, un 78,7% de la deuda se encontró denominada en moneda extranjera. En 2016, los ingresos por regalías hidrocarburíferas fueron del 21,9% 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 46% de los ingresos por regalías presupuestados para 2017, lo que demuestra el adecuado calce entre ingresos y la deuda.

Deterioro del desempeño operativo y mayor rigidez del gasto: FIX considera que el margen operativo en 2017 será más deficitario que el presupuestado (-2,2%). La Caja de Jubilaciones no fue transferida, pero se encuentra en equilibrio presupuestario, por lo que no presiona el margen operativo deficitario. El deterioro del margen operativo evidenciado en los últimos 5 años (14,5% en 2012 al -3% en 2016), fue acompañado por un incremento de la rigidez del gasto. FIX entiende que el gasto se mantendrá en niveles elevados durante 2017. En 2012 el gasto en personal representó el 63,9% de los ingresos operativos, y en 2016 se incrementó hasta el 82,7%.

Adecuada liquidez: la PC ha deteriorado fuertemente sus márgenes operativos, lo que presiona negativamente sobre la situación de liquidez. No obstante, la emisión de USD 650 millones durante 2016 con destino a refinanciar la deuda existente (50%) y a obra pública (50%), aun no aplicados, permitió una recuperación de los niveles de liquidez. FIX espera que en la medida que avancen las ejecuciones de las obras planificadas, caerán los niveles de liquidez. Al 31/12/2016 contaba con \$ 4.192 millones, equivalentes al 18,5% de los ingresos totales o a 1,9x (veces) la deuda flotante.

Autonomía fiscal superior a la media provincial: Chubut cuenta con una alta participación de los ingresos propios en el total de los ingresos corrientes (57,1% en el 2016). Los principales ingresos son por el impuesto sobre los Ingresos Brutos y las regalías de hidrocarburos. Esta

flexibilidad presupuestaria está limitada por la concentración económica en el sector de hidrocarburos, un mercado altamente regulado.

Sensibilidad de las Calificaciones

Disciplina fiscal: una menor flexibilidad y disciplina fiscal que deteriorara aun más los márgenes operativos negativos, podría implicar una revisión de las calificaciones a la baja en el mediano plazo.

Nivel de apalancamiento: de contraer mayores niveles de endeudamiento con términos y condiciones no adecuados a la estructura fiscal-financiera que afecte la sostenibilidad de la Provincia, podría derivar en una acción a la baja de la calificación.

Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

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.
- Adecuados niveles de liquidez, pero sustentados en la no aplicación de la deuda emitida.
- Muy buenos indicadores socio-económicos.

Debilidades:

- Deterioro del desempeño operativo y mayor rigidez del gasto.
- Elevado nivel de endeudamiento en términos del presupuesto provincial.
- Muy 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 opina que un cambio en el marco institucional entre Nación-Provincias es complejo para ser resuelto en el corto-mediano plazo; sin embargo, reconoce un cambio positivo en el entorno operativo entre el gobierno nacional y los gobiernos provinciales y municipales, que resulta en un mayor diálogo y coordinación para abordar las diferentes problemáticas estructurales con el fin de garantizar una mejora en la sustentabilidad y en el desempeño fiscal-financiero de los gobiernos sub-soberanos.

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 Nº 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la armonización de regímenes jubilatorios y una reforma tributaria.

Para un mayor detalle ver el comunicado de prensa: "[FIX \(afiliada de Fitch Ratings\) revisó la Perspectiva del Sector de Sub-Soberanos a Estable desde Negativa](#)" del 22 de julio de 2016 en www.fixscr.com.

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 Nº 6 (antes Ley Provincial Nº 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. Esta ley de coparticipación tiene vencimiento el 31/12/2017, pero autoridades provinciales planean extenderla durante un año más.

Deuda y Liquidez

Deuda

Al cierre de 2016, la deuda directa¹ ascendió a \$ 20.506,3 millones, equivalente a 94,2% de los ingresos corrientes. Al cierre del 2015 esta deuda era de \$ 8.511,7 millones, por lo que representó un incremento del 140,9% producto de toma de deuda por USD 700 millones en el mercado internacional. De acuerdo a los cálculos de FIX, la Provincia finalizaría 2017 con una deuda de \$24,3 mil millones, lo que representaría un 83,9% de los ingresos corrientes presupuestados para 2017. A pesar de lo mencionado, FIX considera que el alto nivel de endeudamiento respecto a los ingresos corrientes, se ve atenuado debido a su cronograma de vencimientos y su adecuado calce con regalías. La Provincia del Chubut 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 del apalancamiento, el ratio se situará al cierre de 2017, aproximadamente en un 18%.

En 2016 los servicios de deuda del Chubut representaron un 17,3% de los ingresos corrientes o un -576% del balance operativo frente al 1,6% y al 43,9% en 2015, respectivamente. Este comportamiento divergente se explica por el deterioro del margen operativo, que pasó a ser negativo en el año 2016. El mencionado deterioro también impactó en el ratio de Deuda Directa contra en Margen Operativo, que pasó de 13,7x en 2015 a -31,3x en 2016 (ver gráfico 1).

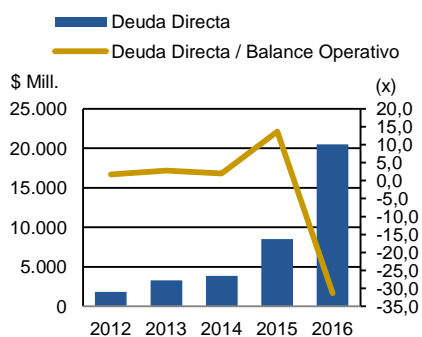
Estos indicadores se deterioraron fuertemente en el 2016 dada la combinación de un fuerte incremento del endeudamiento y al registro de márgenes operativos deficitarios. La evolución de este indicador en el período 2017-2018 dependerá de la habilidad del Chubut para volver a ahorros operativos más robustos.

Como se mencionó anteriormente, para fines del 2016, el 84,5% de la deuda se encontró denominada en moneda extranjera, lo que se considera muy alto, aunque posee un adecuado calce con los ingresos provenientes de regalías hidrocarburíferas. En 2016, los ingresos por regalías hidrocarburíferas fueron del 21,9% de los ingresos corrientes de la PC, los que también se encuentran relacionados a la cotización de moneda extranjera. La emisión de USD 650 millones en el mercado internacional durante 2016 permitió una mejora en la curva de vencimientos y alargamiento de la vida promedio de la deuda, que registraba una vida promedio de 4,7 años y se extendió hasta los 7,04 años.

El cociente entre deuda en moneda extranjera sobre las regalías fue en 2016 de 3,4 años contra 1,51 en 2015, mientras que la deuda tiene una vida promedio fue de 7,0 años contra 4,7 años en 2015. Asimismo, si consideramos el mayor servicio anual de deuda en moneda extranjera (año 2021), el mismo representa el 46% de los ingresos por regalías presupuestados para 2017, lo que demuestra el adecuado calce entre ingresos y la deuda. El cronograma de vencimientos de la deuda se puede observar en el gráfico 2.

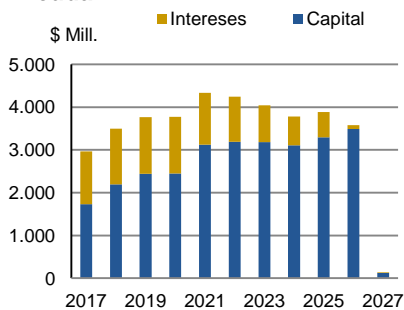
Durante 2016, la Provincia emitió Títulos de Deuda Garantizados Amortizables en el mercado internacional por un total de USD 700 millones. El primero por USD 50 millones a una tasa del 8,875% con vencimiento el 2023, y el otro por USD 650 millones a una tasa del 7,750% con vencimiento en 2026. El destino de los ingresos netos de esta última emisión debía ser, acorde a

Gráfico 1: Deuda del Chubut



Fuente: Provincia del Chubut y cálculos de FIX

Gráfico 2: Cronograma de Deuda



Fuente: Provincia del Chubut

¹ Incluye deuda por el Fideicomiso Financiero Chubut Regalías Hidrocarburíferas I.

su autorización: el 50% 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. También se canceló parcialmente Letras de Tesorería por \$600 millones.

El restante 50% (con destino a obra pública), fue ejecutado parcialmente, quedando el saldo restante en forma de disponibilidades y con asignación específica. De los USD 325 millones asignados a tal fin, al 31/7, se han ejecutado USD 105,8 millones del 34% asignado a obras provinciales y del 16% con destino a Municipalidades, se han transferido USD 38,4 millones. Al 31/12/2016 contaba con \$ 4.192 millones de disponibilidades, equivalentes al 18,5% de los ingresos totales.

Adicionalmente, la PC recibió en 2016 el préstamo de libre disponibilidad con la ANSES (Fondo de Garantía de Sustentabilidad) por un monto de pesos \$ 447 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 5603. Chubut recibió ese año un 3% de la masa coparticipable, y con este crédito accedió a un 6% adicional. Se prevé su devolución 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 trasferidos 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. Durante 2017 accedió a un 3% adicional, por el equivalente a \$298,1 millones.

Uno de los mecanismos para hacer frente a situaciones de falta de liquidez durante 2016 fueron los adelantos de coparticipación por parte del Gobierno Nacional, que se cancelaban durante el mismo ejercicio a cuenta de futuros ingresos coparticipables. Por este mecanismo de financiamiento, Chubut solicitó adelantos por \$107,4 millones y en esa oportunidad, al finalizar el año no fueron retenidos por Nación y como resultado se consolidó como deuda pública provincial con el Gobierno Nacional y se implementó un mecanismo de devolución.

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. Al cierre de 2016 los saldos líquidos netos de la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO) fueron de \$4.192 millones, que representaron 18,5% los ingresos totales y 1,9x la deuda flotante. La deuda flotante se cuadruplicó en los últimos 5 años, aunque mantiene en un nivel adecuado del 11,1% respecto de los ingresos operativos y un nivel de rotación de 29,7 días del gasto primario. FIX espera que estos ratios se reduzcan a niveles históricos del 7% de los ingresos operativos y de 34 días de rotación debido a la aplicación de parte de las disponibilidades durante 2017 en obras públicas, tal como determinó la ley que autorizó el endeudamiento.

En cuanto a la deuda de corto plazo, al 31.03.2017 la provincia tiene en circulación \$ 418 millones de Letras del Tesoro de un monto total autorizado de circulación de USD 188 millones autorizado por la Ley Provincial II Nº 145. La Resolución 200/17 permite una ampliación por U\$S

32.88 millones adicionales, pero aún no cuenta con autorización ante los Ministerios de Interior y Hacienda de la Nación. FIX para realizar las estimaciones de apalancamiento supone que el total del monto autorizado (USD 221 millones) trasciende el ejercicio financiero (31.12.2017). La participación relativa de este instrumento financiero en el presupuesto 2017 del Chubut se mantiene en un nivel medio alto, del orden del 14% de los ingresos totales estimados. El mismo continuará vigente para financiar desequilibrios estacionales de caja.

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.

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.

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. A la fecha 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 el Presupuesto 2017 estima por primera vez un déficit corriente de \$231 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 Fideicomitidos 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 2012-2016, las ejecuciones presupuestarias trimestrales al 31.03 de 2016 y 2017 así como la proyección a 2017.

Ingresos operativos

Los ingresos operativos del Chubut registraron un crecimiento nominal del 25,6% en 2016 respecto al 2015, que significó un aumento menor al promedio anual para el período 2012-2015 (+33,4% por año). El crecimiento del 25,2% en los ingresos por regalías se explica por el efecto en el tipo de cambio que se incrementó sensiblemente en enero de 2016. Los ingresos tributarios y los ingresos federales crecieron un 16,3% y 27,7%, respectivamente. El incremento por debajo de los niveles inflacionarios de los ingresos tributarios se explica por una caída en los niveles de actividad hidrocarburífera. No obstante, estos recursos están relacionados principalmente con la variación en el nivel de precios, dado que estos ingresos en su mayor parte son pro-cíclicos.

En el primer trimestre de 2017, los ingresos operativos crecieron un 26,9% respecto del mismo periodo del ejercicio anterior, impulsados por los ingresos federales (+31,9%) y los ingresos tributarios (+40,7%). Las regalías crecieron sólo un 7,3% debido a los menores niveles de actividad, estimada por las autoridades provinciales en -5%.

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 (57,6% en el 2016). Los principales ingresos son por el impuesto sobre los Ingresos Brutos (39,6% de los ingresos propios) y las regalías de hidrocarburos (38,4%). Esta flexibilidad presupuestaria está limitada por la concentración económica en el sector de hidrocarburos, un mercado altamente regulado, aunque Chubut presenta robustos márgenes operativos.

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% 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.

Gastos operativos

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.

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2014	2015 ^P	2016 ^P
- Ingresos Brutos	3.067	4.224	4.920,3
- Sellos	355	482	568
- Inmobiliario	-	-	-
- Otros	58	86	88
Tributarios provinciales	3.479	4.793	5.576
Regalías^a	4.036	3.810	4.770
Tasas, Derechos y otros	1.452	1.443	1.738
Tributarios nacionales	4.952	6.747	8.619
Transferencias corrientes	288	391	721
Total ingresos operativos^b	14.207	17.184	21.588

(^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

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2014	2015 ^P	2016 ^P
- Personal	9.423	12.967	17.854
- Bs y Ss no personales	1.419	1.742	2.282
-Transferencias corrientes	1.457	1.853	2.105
Total gastos operativos^a	12.299	16.562	22.242

(^a) No incluye intereses pagados

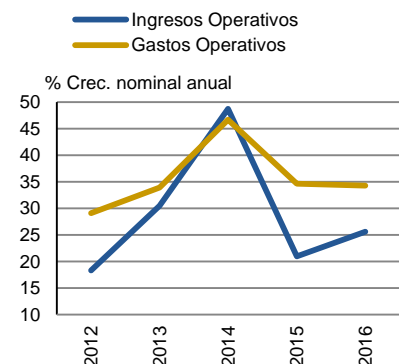
(^P) Datos provisorios

Fuentes: Provincia del Chubut y cálculos de FIX

El gasto operativo de la provincia en 2016 aumentó un 34,3% respecto a 2015. El aumento se explicó por el crecimiento del gasto en personal (+37,7%), bienes y servicios (+31,5%) y transferencias corrientes (+13,6%). En gasto en personal representa un 64,0% de los gastos totales en 2016 frente al 58,2% que representaba en 2012. Este incremento en la rigidez presupuestaria se complementa con un incremento del ratio de ingresos operativos sobre gastos operativos (que incluyen gastos de consumo y transferencias corrientes), que evolucionó desde un 85,5% en 2012 al 103% en 2016. Si bien el Presupuesto 2017 estima una moderación (102,2%), FIX, estima se encontraría en niveles levemente superiores a los registrados en 2016.

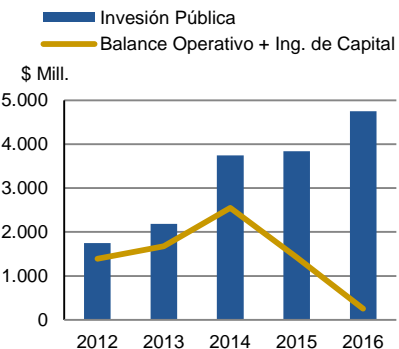
Para el 2017 se presupuestó un incremento nominal en los gastos operativos del 31% respecto a lo ejecutado en 2016, y FIX coincide con estas previsiones. Al primer trimestre del 2017 el gasto operativo creció un 40,8% en comparación al mismo período del año anterior, pero se espera una desaceleración en el crecimiento en los trimestres siguientes. Este incremento fue impulsado por los gastos de personal (+38,6%) y las transferencias al sector público (+43,3%).

Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos del Chubut



Fuente: Provincia del Chubut y cálculos de FIX

Gráfico 5: Ahorro e Inversión del Chubut

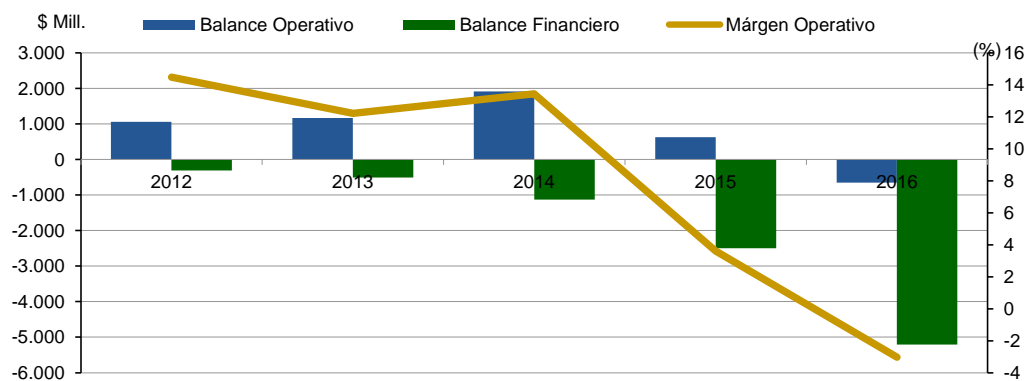


Fuente: Provincia del Chubut y cálculos de FIX

Ahorro operativo e inversión pública

En el período 2012-2014, Chubut mostró márgenes operativos robustos, en promedio del 13,4%. No obstante, en 2015, se observa un fuerte deterioro del mismo, registrando un valor 3,6% y luego en 2016 del -3%. En el período 2015-2016, el promedio de crecimiento de los ingresos operativos fue del 23,3%, mientras que los gastos operativos lo hicieron al 34,5%. En este período, el principal propulsor de los ingresos fueron los de origen nacional (+33,5%), mientras que los propios lo hicieron sólo al 16,9%. Por el otro lado, el rubro que evidencia una mayor expansión es el gasto en personal, que registró en idéntico lapso un incremento promedio del 37,6% anual.

Gráfico 4: Desempeño Presupuestario del Chubut



Fuente: Provincia del Chubut y cálculos de FIX

Si bien la PC presupuesta un margen del -2,2% para 2017, FIX en base a supuestos más conservadores estima que registraría un margen incluso menor. Esta baja es producto de la disminución de las regalías petrolíferas por la caída del precio del petróleo y los niveles de actividad, y a una mayor presión del gasto.

Chubut ha presentado históricamente un nivel de inversiones por arriba del promedio del promedio nacional, tanto en términos de los ingresos corrientes (en 2016, 22% vs. 13,8% promedio de las provincias calificadas por FIX) como per capita (\$ 9.333 vs. \$ 4.590). Para el período 2012-2016, los gastos de capital representaron un promedio del 23,7% de los ingresos corrientes o un 21,0% de los gastos totales. Estas inversiones fueron financiadas con el margen operativo y deuda. Para el 2017, se espera que la inversión sea de aproximadamente 31,6% de los ingresos corrientes.

Gestión y Administración

El actual Gobernador es el Sr. Mario Das Neves, perteneciente a la Alianza Frente Chubut Somos Todos, quien fue electo el 25 de octubre 2015, con el 41,87% de los votos, para ejercer su tercer mandato no consecutivo. El Sr. Das Neves estuvo a cargo del Poder Ejecutivo de la provincia en el período 2003-2011 (2 mandatos).

El objetivo de gobierno del Sr. Das Neves 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 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 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 hidrocarburiífero 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 disminuyó 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 6,7% al primer trimestre 2017 frente al 9,2% a nivel nacional. La pobreza a diciembre de 2016, era del 21,85% en la Provincia y 30,3% a nivel Nacional.

Anexo A

Provincia del Chubut

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2012	2013	2014	2015 ^P	2016 ^P	3m 2016	3m 2017
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	4.310,5	5.912,5	8.431,3	11.539,6	14.195,4	3.146,8	4.263,8
Otras transferencias Corrientes recibidas	204,3	273,4	287,6	391,4	720,7	113,3	227,9
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	2.805,4	3.364,6	5.488,0	5.252,6	6.671,5	1.853,8	1.995,7
Ingresos Operativos	7.320,2	9.550,4	14.206,9	17.183,5	21.587,7	5.113,8	6.487,5
Gastos operativos	(6.260,4)	(8.384,1)	(12.298,9)	(16.561,5)	(22.242,2)	(4.173,1)	(5.874,9)
Balance Operativo	1.059,8	1.166,3	1.908,0	622,1	(654,6)	940,7	612,6
Intereses cobrados	64,6	59,5	159,6	39,2	178,3	45,6	33,0
Intereses pagados	(26,6)	(58,9)	(101,7)	(116,3)	(889,6)	(172,4)	(623,7)
Balance Corriente	1.097,8	1.166,9	1.965,9	545,0	(1.365,9)	813,9	21,9
Ingresos de capital	333,9	505,1	644,0	795,5	911,0	184,3	342,7
Gasto de capital	(1.745,1)	(2.181,7)	(3.744,1)	(3.838,7)	(4.751,8)	(728,9)	(1.503,1)
<i>Balance de capital</i>	<i>(1.411,2)</i>	<i>(1.676,6)</i>	<i>(3.100,2)</i>	<i>(3.043,2)</i>	<i>(3.840,7)</i>	<i>(544,6)</i>	<i>(1.160,4)</i>
Balance Financiero	(313,5)	(509,7)	(1.134,3)	(2.498,2)	(5.206,7)	269,3	(1.138,5)
Nueva deuda	250,7	1.510,0	141,2	2.889,9	13.897,0	45,2	-
Amortización de deuda	(115,8)	(330,4)	(342,1)	(156,9)	(2.880,4)	(1.170,6)	(2.562,9)
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>134,9</i>	<i>1.179,5</i>	<i>(200,9)</i>	<i>2.733,0</i>	<i>11.016,6</i>	<i>(1.125,4)</i>	<i>(2.562,9)</i>
Resultado Final	(178,6)	669,8	(1.335,2)	234,8	5.809,9	(856,2)	(3.701,4)
DEUDA¹							
Corto Plazo	200,0	190,0	-	1.882,8	2.894,0	1.014,7	418,5
Largo Plazo	1.634,8	3.103,5	3.848,4	6.629,0	17.612,3	7.796,4	18.837,3
Deuda Directa	1.834,8	3.293,5	3.848,4	8.511,7	20.506,3	8.811,1	19.255,8
+ Deuda cuasi directa	-	-	-	-	-	-	-
Riesgo Directo	1.834,8	3.293,5	3.848,4	8.511,7	20.506,3	8.811,1	19.255,8
- Liquidez	687,1	1.158,7	495,2	796,4	4.192,2	752,4	5.646,0
Riesgo Directo Neto	1.147,7	2.134,8	3.353,2	7.715,3	16.314,1	8.058,7	13.609,8
Garantías y otras deudas contingentes	-	-	-	-	-	-	-
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	-	-	-	-	-	-	-
Riesgo Final Neto	1.147,7	2.134,8	3.353,2	7.715,3	16.314,1	8.058,7	13.609,8
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	48,58	75,44	81,17	67,51	78,66	76,99	84,46
% no bancaria	98,15	99,09	99,32	99,78	96,17	92,08	95,88
% tasa de interés fija	72,70	84,40	83,50	90,70	88,80	88,29	97,78

(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 2014-2016).

Anexo B

Provincia del Chubut

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2012	2013	2014	2015 ^P	2016 ^P	3m 2016	3m 2017
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	14,48	12,21	13,43	3,62	(3,03)	18,39	9,44
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	14,87	12,14	13,68	3,16	(6,28)	15,77	0,34
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	(4,06)	(5,04)	(7,56)	(13,86)	(22,96)	5,04	(16,59)
Resultado final/Ingresos totales (%)	(2,31)	6,62	(8,89)	1,30	25,62	(16,02)	(53,93)
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	(0,81)	(1,11)	(1,88)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	18,32	30,47	48,76	20,95	25,63	(76,31)	26,86
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	29,12	33,92	46,69	34,66	34,30	(81,24)	40,78
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	15,45	79,50	16,85	121,18	140,92	(57,03)	118,54
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	0,36	0,62	0,72	0,68	4,12	3,37	9,61
Balance operativo/Intereses pagados (x)	39,8	19,8	18,8	5,3	(73,5)	545,7	98,2
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	1,93	4,05	3,09	1,59	17,32	26,03	48,87
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	13,44	33,38	23,26	43,92	(575,96)	142,77	520,18
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	24,85	34,27	26,79	49,42	94,21	42,70	73,83
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	24,85	34,27	26,79	49,42	94,21	42,70	73,83
Deuda directa/Balance corriente (x)	167,1	282,2	195,8	1.561,8	(1501,2)	270,6	21990,4
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	167,1	282,2	195,8	1.561,8	(1501,2)	270,6	21990,4
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	15,54	22,21	23,34	44,80	74,95	39,05	52,18
Deuda directa/PBG (%)	4,76	7,18	6,37	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	3.603,9	6.469,1	7.559,1	16.718,9	40.278,8	17.307,0	37.822,6
Ratio de Ingresos							
Impuestos/Ingresos operativos (%)	58,89	61,91	59,35	67,16	65,8	61,5	65,7
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	21,74	23,74	24,49	27,89	25,8	25,1	27,9
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	2,79	2,86	2,02	2,28	3,3	2,2	3,5
Ingresos totales ^b per capita (\$)	94,84	94,42	94,65	95,37	95,2	95,7	94,5
Ratios de Gasto							
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	74,69	75,72	76,62	78,30	80,3	82,6	81,3
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	12,10	11,84	11,85	11,19	9,5	10,7	10,6
Gasto de capital/Gasto total (%)	21,42	19,91	22,71	18,57	15,4	11,7	14,2
Gasto de capital/PBG (%)	4,52	4,75	6,20	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto total per capita (\$)	16.004,3	21.518,2	32.383,8	40.607,0	60.427,3	12.266,5	20.751,2
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	62,91	53,49	52,51	14,20	(28,7)	111,7	1,5
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	19,13	23,15	17,20	20,72	19,2	25,3	22,8
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	7,73	54,07	(5,37)	71,20	231,8	(154,4)	(170,5)

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 2014-2016).

Anexo C. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afilada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el día 13 de septiembre de 2017, asignó una calificación de 'BBB-(arg)' la calificación de largo plazo de la Provincia del Chubut con Perspectiva Estable y 'A3(arg)' a la de corto plazo:

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

La acción de calificación se sustenta en el deterioro del desempeño operativo registrado en los últimos años, el incremento del stock de endeudamiento y deteriorada sostenibilidad.

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 parciales a marzo de 2016 y 2017 disponible en www.chubut.gov.ar.
- Presupuesto aprobado del año 2017 disponible en www.chubut.gov.ar

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.