

Provincia de Córdoba

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional	AA-(arg)
Corto Plazo en Escala Nacional	A1 (arg)
Títulos de Deuda Pública (TDP)	AA-(arg)
Clase I	

Perspectiva

Estable

Información Financiera

Provincia de Córdoba	31 Dic 2016	31 Dic 2015
Ingresos Operativos (\$ millones)	97.980,2	68.340,2
Deuda Directa (\$ millones)	28.498,9	18.506,0
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	16,6%	9,0%
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	6,6%	3,5%
Deuda/ Balance Corriente (x)	1,97	3,70
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	6,46	5,18
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	12,21%	11,52%
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. nueva deuda) (%)	2,9%	-3,3%

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afiliada a Fitch Ratings" –en adelante FIX.

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

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

Responsable del Sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Importante peso económico: la Provincia de Córdoba (PC) aporta en promedio el 7% del PBI nacional y la población provincial representa el 8,3% del total del país.

Buenos márgenes operativos: la PC presenta sólidos márgenes operativos en los últimos años. En el 2016, el margen operativo se incrementó sensiblemente con relación al 2015 (16,6% desde el 9%), explicado principalmente por el incremento de los fondos coparticipados por Nación en virtud del fallo de la Corte Suprema de Justicia, y cierta moderación por el lado del gasto. FIX espera en 2017 que la PC alcance un margen operativo levemente superior al de 2016. El presupuesto 2017 prevé un margen del 17,5%, y FIX coincide con las proyecciones.

Media autonomía financiera: al igual que la mayoría de las provincias argentinas, la PC presenta una dependencia de los ingresos federales automáticos que afecta su flexibilidad financiera. En 2016, los ingresos locales representaron un 41,3% de los ingresos operativos. El Presupuesto 2017 estima un crecimiento más acelerado de los ingresos federales que de los propios por lo que no se esperan mejoras en este indicador.

Adecuado nivel de endeudamiento: en el 2016 la deuda directa consolidada de la PC ascendió a \$ 28.498,9 millones, equivalente a un 28,9% de los ingresos corrientes y 1,9x (veces) el balance corriente. La prudente política de endeudamiento permitió reducir el stock de deuda sobre ingresos corrientes en los últimos 4 años en 18 puntos porcentuales. FIX estima que al cierre del 2017 el stock de deuda se incrementará sustancialmente debido a una política de financiamiento más agresiva, y representaría el 36,5% de los ingresos corrientes presupuestados para 2017. Al cierre del primer semestre de 2017 el stock se incrementó hasta los \$ 40.452 millones producto de la emisión de títulos en el mercado de capitales. Asimismo, en agosto del presente año la PC canceló la totalidad del saldo de 396 millones de dólares de su título con vencimiento en 2017, lo que permitiría una mejora en la exposición al riesgo cambiario.

Composición desfavorable de deuda: en el 2016 la deuda en moneda extranjera ascendió al 92% del total, con una tendencia creciente en los últimos años. Esto se presenta como una de las principales debilidades de la calificación, por su alta exposición al riesgo cambiario.

Déficit caja previsional: el peso de las Instituciones de Seguridad Social (ISS) afecta en parte las finanzas de la Administración Central y Organismos Descentralizados a través de un deterioro del margen operativo (de 16,6% a 10,9% en el 2016). En 2016, parte del déficit de la Caja comenzó a ser financiado por Nación y se espera continúe durante 2017, lo que colabora a una mejora en la flexibilidad presupuestaria. No obstante, la baja de los aportes patronales y personales decididos durante 2016 incrementó el impacto negativo de las ISS en el margen operativo consolidado. Por este motivo, al primer semestre de 2017, FIX observa un incremento de las transferencias para financiar las ISS.

Requerimientos de inversión: el nivel de inversión respecto a los ingresos corrientes es relativamente bajo en comparación a otras jurisdicciones provinciales. Durante el 2016 se registró un indicador del 12,2%. Si bien el Presupuesto 2017 planifica un sensible incremento al 31,7%, el mismo está supeditado a la obtención del financiamiento correspondiente. Al primer semestre se registra un ratio de 14,2%.

Sensibilidad de la calificación

Política de endeudamiento, devaluación y capacidad de refinanciación: una política de endeudamiento agresiva con términos y condiciones poco sustentables, una aceleración de la devaluación del peso y/o un incremento del riesgo de refinanciación de la deuda podría afectar negativamente las calificaciones.

Anexo A

Provincia de Córdoba

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2012	2013	2014	2015	2016	2016 IIT	2017 IIT
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	23.593,0	32.067,2	44.610,0	59.868,5	82.664,5	38.884,0	51.465,8
Otras transferencias Corrientes recibidas	1.559,8	1.722,7	2.257,2	2.999,4	6.488,8	1.813,7	4.380,4
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	2.163,4	3.298,4	4.326,1	5.472,2	8.827,0	4.089,9	5.530,8
Ingresos Operativos	27.316,2	37.088,3	51.193,3	68.340,2	97.980,2	44.787,6	61.377,0
Gastos operativos	-24.586,2	-32.165,2	-44.780,6	-62.160,3	-81.759,9	-37.182,6	-48.676,0
Balance Operativo	2.730,0	4.923,1	6.412,7	6.179,8	16.220,4	7.605,0	12.701,0
Intereses cobrados	36,7	7,1	3,4	11,0	776,6	141,7	642,3
Intereses pagados	-514,6	-664,9	-1.136,3	-1.193,2	-2.512,4	-1.229,7	-1.140,4
Balance Corriente	2.252,1	4.265,3	5.279,8	4.997,6	14.484,5	6.516,9	12.202,9
Ingresos de capital	932,8	1.146,6	1.614,9	1.569,1	3.227,5	1.502,6	1.142,0
Gasto de capital	-1.900,4	-3.333,5	-4.777,8	-8.245,0	-11.717,0	-2.943,1	-8.789,8
<i>Balance de capital</i>	<i>-967,6</i>	<i>-2.186,9</i>	<i>-3.162,9</i>	<i>-6.675,9</i>	<i>-8.489,6</i>	<i>-1.440,5</i>	<i>-7.647,7</i>
Balance Financiero	1.284,5	2.078,4	2.116,9	-1.678,3	5.994,9	5.076,5	4.555,2
Nueva deuda	963,4	31,6	68,3	305,6	13.045,5	10.463,0	10.420,0
Amortización de deuda	-498,9	-1.697,0	-1.124,0	-1.194,1	-4.013,3	-3.435,8	-657,4
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>464,6</i>	<i>-1.665,5</i>	<i>-1.055,7</i>	<i>-888,5</i>	<i>9.032,3</i>	<i>7.027,1</i>	<i>9.762,6</i>
Resultado Final	1.749,1	412,9	1.061,2	-2.566,8	15.027,2	12.103,6	14.317,8
DEUDA							
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Largo Plazo	12.720,1	13.424,7	14.745,8	18.506,0	28.498,9	28.218,7	40.451,9
Deuda Directa	12.720,1	13.424,7	14.745,8	18.506,0	28.498,9	28.218,7	40.451,9
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	12.720,1	13.424,7	14.745,8	18.506,0	28.498,9	28.218,7	40.451,9
- Liquidez	1.447,3	1.302,5	1.660,5	1.499,7	6.622,5	6.671,5	2.978,2
Riesgo Directo Neto	11.272,7	12.122,3	13.085,3	17.006,3	21.876,4	21.547,2	37.473,7
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Final Neto	11.272,7	12.122,3	13.085,3	17.006,3	21.876,4	21.547,2	37.473,7
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	56,48	56,91	63,10	71,90	91,86	80,61	94,05
% no bancaria	79,20	77,27	76,68	75,17	81,79	82,45	87,06
% tasa de interés fija	79,08	77,38	76,90	75,51	17,78	82,71	87,24

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Córdoba.

Anexo B

Provincia de Córdoba

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2012	2013	2014	2015	2016	2016 IIT	2017 IIT
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	9,99	13,27	12,53	9,04	16,55	16,98	20,69
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	8,23	11,50	10,31	7,31	14,67	14,50	19,68
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	4,54	5,43	4,01	-2,40	5,88	10,93	7,21
Resultado final/Ingresos totales (%)	6,18	1,08	2,01	-3,67	14,73	26,07	22,67
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	26,01	35,77	38,03	33,49	43,37	n.d.	n.d.
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	31,38	30,83	39,22	38,81	31,53	n.d.	37,04
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	-10,13	89,39	23,79	-5,34	189,83	n.d.	30,91
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	14,60	5,54	9,84	25,50	54,00	n.d.	43,35
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,88	1,79	2,22	1,75	2,56	2,75	1,86
Balance operativo/Intereses pagados (x)	5,31	7,40	5,64	5,18	6,46	6,18	11,14
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	3,71	6,37	4,41	3,49	6,69	10,38	2,90
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	37,12	47,98	35,25	38,63	40,75	61,35	14,15
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	46,50	36,19	28,80	27,07	28,86	31,40	32,61
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	46,50	36,19	28,80	27,07	28,86	31,40	32,61
Deuda directa/Balance corriente (x)	5,65	3,15	2,79	3,70	1,97	2,17	1,66
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	5,65	3,15	2,79	3,70	1,97	2,17	1,66
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	41,21	32,68	25,56	24,88	22,15	23,98	30,21
Deuda directa/PBG (%)	8,44	7,01	5,92	6,17	n.a.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	3.687	3.847	4.177	5.184	7.983	7.904	11.331
Ratio de Ingresos							
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	86,37	86,46	87,14	87,60	84,37	86,82	83,85
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	31,90	34,10	34,94	33,66	31,52	31,80	33,48
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	5,71	4,64	4,41	4,39	6,62	4,05	7,14
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	96,57	96,98	96,94	97,74	96,07	0,00	0,00
Ingresos totales ^b per capita (\$)	8.199	10.958	14.961	19.585	28.567	96,46	97,17
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 (%)	57,53	57,63	58,14	58,03	58,63	60,51	57,06
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	29,98	29,99	30,26	28,60	29,23	28,35	31,63
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de capital/Gasto total (%)	7,04	9,22	9,42	11,52	12,21	7,12	15,00
Gasto de capital/PBG (%)	1,26	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto total per capita (\$)	7.971	10.848	14.680	20.390	28.012	12.547	16.600
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	118,51	127,95	110,51	60,61	123,62	221,43	138,83
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	49,09	34,40	33,80	19,03	27,55	51,06	12,99
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	24,44	-49,96	-22,10	-10,78	76,37	238,77	111,07

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

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Córdoba

Anexo C. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afilada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día 22 de Septiembre de 2017 confirmó las siguientes calificaciones:

Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Endeudamiento de Largo Plazo	AA-(arg)	Estable	AA-(arg)	Estable
Endeudamiento de Corto Plazo	A1(arg)	No aplica	A1(arg)	No aplica
TDP Clase I por hasta USD 150 millones	AA-(arg)	Estable	AA-(arg)	Estable

Nota: TDP - Títulos de Deuda Pública

Categoría AA(arg): “AA” nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Categoría A1(arg): Indica la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Bajo la escala de calificaciones nacionales de Fitch Argentina, esta categoría se asigna al mejor riesgo crediticio respecto de todo otro riesgo en el país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la categoría.

Nota: 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: La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor en forma privada a junio de 2017 y a la siguiente información pública disponible en <http://www.cba.gov.ar/ejecuciones/>:

- Cuentas de Inversión para el período 2012-2016 y ejecuciones presupuestarias parciales al segundo trimestre 2016/2017.
- Presupuesto aprobado del año 2017.
- Detalle de ingresos y egresos de la PC.
- Stock de Deuda para el período 2012-2016. Perfil de vencimientos stock deuda consolidada.
- Detalle de Saldo de Caja y Bancos para cada cierre de ejercicio y parciales al segundo trimestre 2016/2017.

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 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.