

# Provincia de Entre Ríos

## Informe de Actualización

### Calificaciones

#### Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional BBB-(arg)

#### Instrumentos de Deuda

TDP ER 2016 Serie I Clase 1 en pesos por AR\$ 600 MM A2(arg)

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

Programa de Letras 2017 por hasta AR\$ 1.649,91 MM A3(arg)

TDP: Títulos de Deuda Pública

#### Perspectiva

Negativa para calificaciones de largo plazo.

### Información Financiera

Provincia de Entre Ríos (ER)	31 Dic 2016	31 Dic 2015
Ingresos Operativos (\$ millones)	39.692	29.835
Deuda (\$ millones)	19,491	12.727
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	3,2	7,7
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	25,9	18,3
Deuda/ Balance Corriente (x)	-355,7	6,9
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	1,04	4,9
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	7,9	11,3
Balance Financiero/ Ingresos Totales (%)	-11,9	-6,4
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	-1,31	43,61

Gasto Total: incluye amortizaciones de deuda

### Analistas

Analista Principal  
 Diego Estrada  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8126  
[diego.estrada@fixscr.com](mailto:diego.estrada@fixscr.com)

Analista secundario  
 Cintia Defranceschi  
 Director  
 +54 11 5235-8143  
[cintia.defranceschi@fixscr.com](mailto:cintia.defranceschi@fixscr.com)

Mauro Chiarini  
 Director Senior  
 +54 11 5235-8140  
[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)

### Factores relevantes de la calificación

**Adecuada posición de liquidez:** en los últimos años la PER registró una posición de liquidez débil, con una deuda flotante equivalente al 14,2% de los ingresos operativos al cierre 2016. Por su parte, la deuda consolidada mantiene importantes vencimientos en el corto plazo lo que determina una continua necesidad de financiamiento. El 08/02/17, emitió deuda en el mercado internacional a 8 años, por USD 350 millones, a una tasa del 8,75% anual, con el objetivo de reestructurar deuda y financiar proyectos de obra pública. Adicionalmente, el 15/11/2017 reabrió la emisión por el remanente de USD 150 millones, a una tasa del 7,55%. Las emisiones aportaron un alivio a la liquidez provincial, aunque FIX evaluará la evolución del ahorro operativo.

**Fuerte presión de las ISS:** los crecientes déficits previsionales afectan fuertemente el desempeño operativo de PER. El margen operativo del 8,2% alcanzado en el período 2012-2016 se reduce a un bajo nivel de 0,03% si se incluye el peso de las ISS. Al cierre de 2016 el margen operativo ajustado con las ISS registra un déficit de -5,0%. Bajo el marco de la Ley Nacional N° 27.260 de armonización de los sistemas previsionales entre Nación y Provincias, en 2016 la PER recibió \$1.100 millones y recibirá \$1.500 millones durante 2017, que refuerza parcialmente la flexibilidad presupuestaria. Si bien el presupuesto 2017 estima alcanzar un margen operativo del 14,2% con el peso de las ISS de un 6,7%, FIX en base a estimaciones más conservadoras, estima que el margen operativo con el peso de las ISS sería levemente superior al 0%.

**Deterioro del desempeño operativo sin las ISS:** en 2016 el margen operativo registró un deterioro con relación al 2015 (3,2% frente al 7,7%) por una menor flexibilidad presupuestaria por presiones en el gasto operativo. En 2016, los ingresos operativos crecieron un 33,0% interanual, mientras el gasto lo hizo al 39,6%. Si bien el Acuerdo Nación-Provincias ratificado por Ley Nacional N° 27.260, le permitió a la Provincia recibir mayores ingresos en el 2016 gracias a la devolución gradual del 15% de la masa coparticipable, no se registró una contención por el lado del gasto. FIX entiende que para 2017 la PER recompondría parcialmente el desempeño operativo, pero será sensiblemente menor a lo estimado en el presupuesto (14,2%), y cercano al 8%.

**Baja flexibilidad presupuestaria:** el deterioro del margen operativo fue acompañado por un incremento de la rigidez del gasto. En 2012 el gasto en personal representó el 58,2% de los ingresos operativos, y en 2016 se incrementó hasta el 66,2%. FIX entiende que se mantendrá en niveles elevados en 2017 producto de incrementos de nómina y presiones salariales.

**Moderado y creciente nivel de endeudamiento:** en 2016 la deuda representó 49,1% de los ingresos operativos. Las necesidades financieras para el 2017 son elevadas por lo que se prevé un aumento nominal de la deuda consolidada que finalizaría el 2017 en los \$28.663 millones, equivalente al 56,6% de los ingresos corrientes presupuestados. FIX estima que la provincia utilizará todo el endeudamiento autorizado por ley. Adicionalmente la Provincia recibió en 2017 el préstamo con el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSeS (FGS) por \$920 millones.

**Desarrollo económico:** la economía de ER representa el 2,4% del producto nacional y se sustenta sobre la actividad agrícola-ganadera e industrias vinculadas al sector agropecuario. La Provincia posee aptitudes para desarrollar actividades productivas más intensivas en tecnología y conocimiento, que complementen el sector primario y agro-industrial.

### Sensibilidad de la calificación

**Desempeño operativo, endeudamiento y refinanciación:** deterioro del margen operativo con presión de las ISS junto a un mayor endeudamiento que afecten la solvencia de la Provincia y/o un mayor riesgo de refinanciación podrían derivar en una acción de revisión a la baja en las calificaciones.

**Garantía de los TD Pública ER:** 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.

## Anexo A

### Provincia de Entre Ríos

#### Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2012	2013	2014	2015	2016	9m 2016	9m 2017
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	10.917,9	14.266,1	20.360,4	27.550,1	35.827,5	25.801,8	35.085,1
Otras transferencias Corrientes recibidas	818,6	713,8	1.142,0	1.513,2	2.719,0	1.096,6	2.333,7
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	846,2	817,8	1.266,8	771,6	1.145,5	759,5	768,5
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>12.582,7</b>	<b>15.797,6</b>	<b>22.769,2</b>	<b>29.834,8</b>	<b>39.692,0</b>	<b>27.657,9</b>	<b>38.187,3</b>
Gastos operativos	-11.110,0	-14.444,1	-20.513,7	-27.531,0	-38.432,0	-26.442,0	-33.912,2
<b>Balance Operativo</b>	<b>1.472,8</b>	<b>1.353,5</b>	<b>2.255,5</b>	<b>2.303,9</b>	<b>1.260,0</b>	<b>1.216,0</b>	<b>4.275,1</b>
Intereses cobrados	0,0	0,1	0,3	0,3	1,2	0,0	202,2
Intereses pagados	-76,3	-160,3	-229,3	-470,3	-1.315,9	-715,5	-1.447,8
<b>Balance Corriente</b>	<b>1.396,5</b>	<b>1.193,3</b>	<b>2.026,5</b>	<b>1.833,9</b>	<b>-54,8</b>	<b>500,5</b>	<b>3.029,5</b>
Ingresos de capital	1.243,1	1.492,3	2.156,5	2.323,9	2.411,9	1.899,0	1.890,1
Gasto de capital	-2.364,5	-2.947,5	-4.234,5	-4.205,1	-4.189,6	-2.561,1	-3.181,9
<i>Balance de capital</i>	<i>-1.121,4</i>	<i>-1.455,2</i>	<i>-2.078,0</i>	<i>-1.881,2</i>	<i>-1.777,6</i>	<i>-662,1</i>	<i>-1.291,8</i>
<b>Balance Financiero</b>	<b>275,1</b>	<b>-261,9</b>	<b>-51,5</b>	<b>-47,3</b>	<b>-1.832,4</b>	<b>-161,6</b>	<b>1.737,7</b>
<b>Balance Financiero luego ítems figurativos</b>	<b>-508,0</b>	<b>-1.299,8</b>	<b>-1.515,4</b>	<b>-2.063,0</b>	<b>-5.007,0</b>	<b>-2.265,7</b>	<b>-899,4</b>
Nueva deuda	910,7	1.669,5	1.890,0	5.189,4	12.162,6	5.995,4	8.835,9
Amortización de deuda	-713,0	-960,9	-2.032,9	-4.994,7	-8.963,8	-5.456,1	-11.079,6
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>197,7</i>	<i>708,6</i>	<i>-142,9</i>	<i>194,7</i>	<i>3.198,8</i>	<i>539,4</i>	<i>-2.243,7</i>
<b>Resultado Final</b>	<b>472,8</b>	<b>446,7</b>	<b>-194,4</b>	<b>147,4</b>	<b>1.366,4</b>	<b>377,8</b>	<b>-506,0</b>
<b>DEUDA</b>							
Corto Plazo	0,0	361,1	396,4	529,8	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	4.881,3	6.736,6	8.826,5	12.095,9	19.490,9	12.829,2	21.033,1
<b>Deuda Directa</b>	<b>4.881,3</b>	<b>7.097,7</b>	<b>9.223,0</b>	<b>12.625,7</b>	<b>19.490,9</b>	<b>12.829,2</b>	<b>21.033,1</b>
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Riesgo Directo</b>	<b>4.984,6</b>	<b>7.229,2</b>	<b>9.335,7</b>	<b>12.727,2</b>	<b>19.490,9</b>	<b>12.829,2</b>	<b>21.033,1</b>
- Liquidez	1.651,2	1.546,4	1.948,7	3.184,0	2.939,5	-173,1	3.952,3
<b>Riesgo Directo Neto</b>	<b>3.333,4</b>	<b>5.682,8</b>	<b>7.387,0</b>	<b>9.543,2</b>	<b>16.551,4</b>	<b>13.002,2</b>	<b>17.080,9</b>
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
<b>Riesgo Final Neto</b>	<b>3.333,4</b>	<b>5.682,8</b>	<b>7.387,0</b>	<b>9.543,2</b>	<b>16.551,4</b>	<b>13.002,2</b>	<b>17.080,9</b>
<b>Datos sobre Riesgo Directo</b>							
% moneda extranjera	14,2	30,7	31,3	31,4	20,5	31,1	42,3
% no bancaria	76,1	74,4	62,5	58,9	11,5	8,8	31,9
% tasa de interés fija	67,7	68,4	44,7	44,9	73,4	54,7	81,9

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

	2012	2013	2014	2015	2016	9m 2016	9m 2017
<b>Ratios de Desempeño Presupuestario</b>							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	11,7	8,6	9,9	7,7	3,2	4,4	11,2
Balance corriente/Ingresos Corrientes <sup>a</sup> (%)	11,1	7,6	8,9	6,1	-0,1	1,8	7,9
Balance financiero/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	2,0	-1,5	-0,2	-0,1	-4,4	-0,5	4,3
Resultado final/Ingresos totales (%)	3,4	2,6	-0,8	0,5	3,2	1,3	-1,3
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	30,0	25,5	44,1	31,0	33,0	n.d.	38,1
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	27,5	30,0	42,0	34,6	39,6	n.d.	28,3
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	50,8	-14,5	69,8	-9,5	-103,0	n.d.	505,3
<b>Ratios de Deuda</b>							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	16,1	31,0	22,6	26,6	34,7	n.d.	39,0
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	0,6	1,0	1,0	1,6	3,3	2,6	3,8
Balance operativo/Intereses pagados (x)	19,30	8,44	9,84	4,90	0,96	1,70	2,95
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	9,2	9,7	12,6	22,2	30,1	31,9	32,6
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	78,5	113,7	127,1	287,5	947,6	725,5	293,0
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	39,6	45,8	41,0	42,7	49,1	34,8	41,1
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	39,6	45,8	41,0	42,7	49,1	34,8	41,1
Deuda directa/Balance corriente (x)	3,6	6,1	4,6	6,9	-355,7	19,2	5,2
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	3,6	6,1	4,6	6,9	-355,7	25,6	6,9
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	26,5	36,0	32,4	32,0	41,7	35,3	33,4
Deuda directa per capita (\$)	3.993	5.734	7.333	9.898	14.605	9.978	16.358
<b>Ratio de Ingresos</b>							
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	86,8	90,3	89,4	92,3	90,3	93,3	91,9
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	26,0	25,9	28,5	28,0	29,1	28,7	29,6
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	656	4,5	5,0	5,1	6,9	4,0	6,1
Ingresos operativos/Ingresos totales <sup>b</sup> (%)	90,9	91,4	91,3	92,8	94,3	93,6	94,8
Ingresos totales per capita (\$)	10.924	13.714	19.579	25.011	31.551	22.987	31.326
<b>Ratios de Gasto</b>							
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	65,9	66,0	67,1	68,7	68,4	70,8	69,2
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	24,7	24,8	23,6	22,4	23,2	21,6	22,4
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 (%)	16,6	15,9	15,7	11,3	7,9	7,3	6,4
Gasto total per capita (\$)	11.426	14.684	21.217	29.049	39.642	27.356	38.592
<b>Financiamiento de Gasto de Capital</b>							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	59,1	40,5	47,9	43,6	-1,3	19,5	95,2
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	52,6	50,6	50,9	55,3	57,5	74,1	59,4
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	8,4	24,0	-3,4	4,6	76,6	21,1	-70,5

n.a. no aplica / n.d. no disponible  
<sup>a</sup> 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 y los Programas de Letras emitidos por Entre Ríos y actualmente vigentes.

### Títulos de Deuda Pública ER (TDP ER)

Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (27/10/2017)	Tasa	Amortización
TD ER 2016 Serie I Clase I	AR\$ 525.950.000	21/12/2016	21/12/2017	AR \$ 525.950.000	Badlar Privada+ un margen de corte de 5% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
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
Programa de Letras 2017	AR\$ 1.649.910.000	n.a.	365 días desde la fecha de emisión	AR \$1.556.667.000	Según términos y condiciones de cada Serie	Al vencimiento

Garantía: recursos provenientes del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos.

Eventos de Incumplimiento: falta de pago de los servicios de deuda, cambios adversos en la normativa provincial, incumplimiento en general de la deuda pública provincial y de ciertos covenants (acuerdos o pactos bajo el contrato de emisión), entre otros, que de activarse alguno se podrá declarar el Bono vencido y exigible con la aprobación de, al menos, el 25% de los tenedores.

Legislación: bajo la Ley argentina.

### 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 en un 50% dentro del período de 30 días corridos a partir de los 60 días corridos antes de la fecha de cálculo y el restante 50% dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo.

Si durante el Período de Repago de Capital, a los 30 días anteriores a cualquier fecha de cálculo, la cuenta de cobranza no tuviera al menos el 50% del monto de capital de los TDP correspondiente a la próxima fecha de pago, el Fiduciario intimará a ER para que deposite dentro de los 5 días hábiles en la cuenta de cobranza las sumas necesarias para alcanzar mínimo requerido.

### Seguimiento de los TDP ER vigentes

A la fecha del presente informe de calificación se han abonado 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 los Contratos de Fideicomisos, los fondos provenientes de la coparticipación de impuestos que actúan como garantía y pago de los TDP.

### Nuevos TDP ER 2016 Serie Clase 1 y 3

Títulos Públicos de Deuda Vto. 2018

Monto: hasta V/N \$ 600.000.000 entre las 3 clases, aprobado por el Decreto Provincial N° 3686/16.

**Eventos de Incumplimiento:** Los Títulos de Deuda contendrán ciertos eventos de incumplimiento que, entre otros, incluyen la falta de pago de capital e intereses de los Títulos de Deuda, el incumplimiento de otras obligaciones de pago de la Provincia, el no cumplimiento o debida observación de cualquier compromiso, término u obligación incluida en los Documentos de la Transacción, entre otros, que de activarse alguno se podrá declarar el Bono vencido y exigible con la aprobación de, al menos, el 25% de los tenedores.

**Vencimiento:** los bonos vencerán en de la siguiente forma: la Clase 1 vencerá en diciembre de 2017 y la Clase 3 Serie I en diciembre de 2018.

**Moneda de pago:** pesos para las Clases 1 y dólares para la Clase 3.

**Legislación:** bajo la Ley argentina.

**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

**Destinos de los Fondos:** refinanciación y/o reestructuración de los servicios de la deuda pública y para el financiamiento del déficit acumulado y consolidado de las rentas generales.

## **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.

FIX a fin de analizar los niveles de cobertura de los TDP asumió: (i) un monto máximo de \$ 600 millones para la emisión de los Bono ER Vto 2018, (ii) la coparticipación proyectada neta de todas las retenciones vigentes y de las transferencias a los municipios con determinados escenarios de estrés, (ii) un tipo de cambio de \$17,91 para dic-2017 y \$21,18 para dic-18 y (iii) el tiempo mínimo de retención de la coparticipación estipulado por Contrato.

Se analizaron todos los TDP ER vigentes y se concluye que los niveles de cobertura de los servicios en conjuntos son holgados, siendo el mínimo de 9,7x para una emisión por el total a solo 12 meses en pesos y de 9,13x para la emisión en dólares a 24 meses por el monto total. Esto sumado al mecanismo de la garantía de retención y pago permite que la calificación de los TDP ER se desprenda 2 escalones por encima del riesgo emisor. A su vez, ER cuenta con un bajo grado de afectación de coparticipación para el repago de los compromisos. Sin embargo se monitoreará la evolución de la coparticipación afectada para el repago de futuras deudas que pudiera impactar en las coberturas disponibles para estos títulos.

## Anexo D. 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 07 de diciembre de 2017, confirmó las siguientes calificaciones:

Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Endeudamiento de Largo Plazo	BBB-(arg)	Negativa	BBB-(arg)	Negativa
Programa Letras del Tesoro (Letras ER 2017) por hasta AR\$ 1.649.910.000	A3(arg)	No aplica	A3(arg)	No aplica
Títulos de Deuda Pública ER 2016 Serie I Clase 1 en pesos por VN AR\$600.000.000	A2(arg)	No aplica	A2(arg)	No aplica
Títulos de Deuda Pública ER 2016 Serie I Clase 3 en dólares VN USD 4.669.950	BBB+(arg)	Negativa	BBB+(arg)	Negativa

**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):** 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.

**Categoría A2(arg):** indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

**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 junio de 2017 y asimismo la siguiente información pública disponible en [www.entrierios.gov.ar](http://www.entrierios.gov.ar):

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda consolidada y flotante para el período 2012-2016 y parciales al tercer trimestre de 2016 y 2017.
- Presupuesto aprobado del año 2017.
- 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](http://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](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)). Los informes se encuentran disponibles en '[www.fixscr.com](http://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) – 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 SIENDO 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 LÍDER 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.