

Provincia de Salta

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional A-(arg)

Instrumentos de Deuda

TD garantizados con Regalías Hidrocarburíferas por US\$ 185 MM A-(arg)

TD Clase 1 garantizados con Coparticipación por \$ 250 MM A+(arg)

TD por US\$ 350 MM A-(arg)

Programa de Letras del Tesoro 2017 por hasta \$1.965 MM A2(arg)

TD – Títulos de Deuda

Perspectiva

Negativa para calificaciones de largo plazo.

Información Financiera

Provincia de Salta	31 Dic 2016	31 Dic 2015
Ingresos Operativos (\$ millones)	30.085	23.173
Deuda Consolidada (\$ millones)	11.621,1	4.815,7
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	(3,9)	2,9
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	5,1	4,4
Deuda Directa/ Balance Operativo (x)	(9,8)	7,1
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	(1,5)	1,7
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	9,2	12,0
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	(7,5)	(5,3)
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	(58,0)	10,0

Analistas

Analista Principal

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

Analista Principal

Cintia DeFranceschi
 Director
 +54 11 5235-8143
cintia.defranceschi@fixscr.com

Responsable del sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Mayor presión servicios de deuda: al cierre de 2016 los servicios de deuda de la Provincia de Salta (PS) se tomaron más ajustados a raíz de la generación de un balance operativo negativo. FIX prevé que este indicador se mantenga en niveles ajustados en 2017 dada la evolución del tipo de cambio, una menor flexibilidad financiera en un contexto con desafíos macroeconómicos, mayores requerimientos de inversión pública y necesidades financieras. La evolución de este indicador dependerá de la habilidad de la PS para volver a ahorros operativos más robustos, como así también de la evolución del tipo de cambio ante una estructura de deuda con mayor exposición cambiaria.

Baja flexibilidad presupuestaria: en el 2016 se registró un deterioro del margen operativo (-3,9%) debido a presiones inflacionarias sobre los salarios y el gasto. Este deterioro fue acompañado por un importante incremento del gasto en capital que afectó el balance financiero. La caída sostenida en los márgenes se evidencia desde el año 2013 pero se acentúa en los últimos dos años (2015 y 2016). Al primer semestre del 2017, la PS registra una moderación en el deterioro del margen operativo (-2,5% en 2016 contra un -1,8% en 2017), y si bien el Presupuesto 2017 estima un margen operativo del 2,8%, FIX entiende será más acotado.

Adecuado nivel de endeudamiento: en 2016 la deuda directa de Salta representó un bajo, aunque creciente, 38,5% de los ingresos corrientes. De acuerdo al presupuesto este ratio se reducirá hasta un 29,6% a fines de 2017. El 72,5% del stock de la deuda al 31/12/2016 estaba denominado en moneda extranjera aunque el riesgo cambiario está mitigado en parte por ingresos vinculados al USD (regalías). El stock de deuda consolidada se ubicó en \$11.621,1 lo que representó un 141,3% más que en el 2015. Este incremento se debió principalmente a la emisión en el mercado internacional de un bono en dólares por USD 300 millones en una primera instancia y luego por USD 50 millones adicionales bajo la autorización por hasta USD 350 millones. Al 30/06/2017 el stock de deuda se incrementó hasta los \$15.155 millones (+30,4%), impulsados por un alza de la deuda de la PS con el Gobierno Nacional por reconocimiento de deudas fiscales por diferencias en la liquidación de las contribuciones patronales.

TD garantizado con regalías: el desempeño de este bono ha estado afectado por un sector de hidrocarburos altamente regulado, por lo que FIX no desprende la calificación del riesgo emisor. Actualmente, la cuenta de reserva se encuentra totalmente fondeada de acuerdo a los términos y condiciones del fideicomiso. En marzo de 2016 se activó el gatillo de cobertura de regalías con un plazo de 180 días para ser subsanado. En base a los cambios del cuadro tarifario de gas, la recaudación de regalías mejoró lo cual permitió restituir el gatillo por encima del nivel mínimo requerido. FIX monitoreará de cerca la evolución de este gatillo.

Adecuada liquidez: al cierre de 2016 los saldos líquidos de la PS permitieron cubrir más de 4x (veces) la deuda flotante, que se ha mantenido en un bajo nivel de 4,5 días del gasto primario. La provincia recurre a la utilización del FUCO para cubrir déficit transitorio del tesoro provincial, lo que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades de caja sin costo financiero.

Sensibilidad de las Calificaciones

Desempeño operativo y endeudamiento: una recomposición del margen operativo, en base a una mayor flexibilidad presupuestaria, que impacte en una mejor capacidad de pago de Salta, podría derivar en una revisión a la suba de las calificaciones.

Deudas garantizadas: cualquier cambio en la calificación de la provincia podría impactar sobre la calificación de los bonos garantizados en la misma dirección, como así también si se registra un cambio en la evolución de la garantías y las coberturas de los servicios.

Anexo A /

Provincia de Salta

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2012	2013	2014	2015	2016	6m 2016	6m 2017
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	8.331,0	10.914,0	15.050,9	20.874,5	26.992,2	8.361,3	11.629,5
Otras transferencias Corrientes recibidas	769,1	766,2	1.086,1	1.400,5	1.775,8	4.842,8	6.190,6
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	458,0	474,2	680,1	897,8	1.317,0	607,6	798,6
Ingresos Operativos	9.558,1	12.154,4	16.817,2	23.172,8	30.085,0	13.811,8	18.618,6
Gastos operativos	(9.052,5)	(11.200,3)	(15.582,0)	(22.499,0)	(31.269,2)	(14.151,3)	(18.946,4)
Balance Operativo	505,5	954,2	1.235,3	673,8	(1.184,2)	(339,5)	(327,7)
Intereses cobrados	115,9	162,9	165,5	55,1	74,8	0,3	215,2
Intereses pagados	(179,1)	(222,3)	(326,1)	(405,1)	(813,7)	(330,6)	(630,7)
Balance Corriente	442,3	894,8	1.074,7	323,8	(1.923,1)	(669,8)	(743,2)
Ingresos de capital	690,4	975,6	1.240,6	1.576,5	2.773,9	1.029,0	1.659,2
Gasto de capital	(1.402,1)	(1.858,9)	(2.062,4)	(3.222,8)	(3.318,1)	(1.146,8)	(2.582,2)
<i>Balance de capital</i>	<i>(711,7)</i>	<i>(883,3)</i>	<i>(821,8)</i>	<i>(1.646,3)</i>	<i>(544,2)</i>	<i>(117,8)</i>	<i>(923,0)</i>
Balance Financiero	(269,4)	11,5	252,9	(1.322,5)	(2.467,3)	(787,6)	(1.666,2)
Nueva deuda	922,0	37,6	48,2	360,4	6.382,4	55,3	746,2
Amortización de deuda	(392,7)	(219,3)	(545,0)	(627,2)	(717,5)	(319,7)	(457,7)
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>529,2</i>	<i>(181,6)</i>	<i>(496,8)</i>	<i>(266,9)</i>	<i>5.664,9</i>	<i>(264,4)</i>	<i>288,5</i>
Resultado Final	259,8	(170,2)	(243,9)	(1.589,3)	3.197,7	(1.052,1)	(1.377,7)
DEUDA							
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	2.345,1	2.905,6	3.130,7	4.655,9	11.016,9	4.312,8	14.629,1
Deuda Directa	2.345,1	2.905,6	3.130,7	4.655,9	11.016,9	4.312,8	14.629,1
+ Deuda cuasi directa	562,9	564,1	683,1	159,8	604,2	708,7	526,7
Riesgo Directo	2.908,0	3.469,7	3.813,8	4.815,7	11.621,1	5.021,5	15.155,8
- Liquidez	830,7	766,5	242,5	427,4	1.953,9	n.d.	3.472,5
Riesgo Directo Neto	2.077,3	2.703,2	3.571,3	4.388,4	9.667,2	n.d.	11.683,2
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	2.077,3	2.703,2	3.571,3	4.388,4	9.667,2	n.d.	11.683,2
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	56,3	53,1	58,7	55,8	72,5	65,2	57,6
% no bancaria	87,9	87,1	84,3	82,3	65,5	49,4	52,3
% tasa de interés fija	78,6	79,2	76,2	60,3	n.d.	n.d.	88,0

n.d.- no disponible

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Salta (cuentas de inversión cerradas 2012-2016, y provisorias al segundo trimestre 2017).

Anexo B

Provincia de Salta

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2012	2013	2014	2015	2016	6m 2016	6m 2017
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	5,3	7,9	7,3	2,9	(3,9)	-2,5	-1,8
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	4,6	7,3	6,3	1,4	(6,4)	-4,8	-3,9
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	(2,6)	0,1	1,4	(5,3)	(7,5)	-5,3	-8,1
Resultado final/Ingresos totales (%)	2,5	(1,3)	(1,3)	(6,4)	9,7	-7,1	-6,7
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	25,4	27,2	38,4	37,8	29,8	n.d.	34,8
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	33,3	23,7	39,1	44,4	39,0	n.d.	33,9
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	(43,6)	102,3	20,1	(69,9)	(693,8)	n.d.	11,0
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	14,5	19,3	7,2	32,8	57,7	n.d.	70,5
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,9	1,8	1,9	1,7	2,7	2,4	3,4
Balance operativo/Intereses pagados (x)	2,8	4,3	3,8	1,7	(1,5)	(1,0)	(0,5)
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	5,9	3,6	5,1	4,4	5,1	4,7	5,8
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	113,1	46,3	70,5	153,2	(129,3)	(191,6)	(332,1)
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	24,2	23,6	18,4	20,0	36,5	15,6	38,8
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	30,1	28,2	22,5	20,7	38,5	18,2	40,2
Deuda directa/Balance corriente (x)	5,3	3,2	2,9	14,4	(5,7)	(3,2)	(9,8)
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	6,6	3,9	3,5	14,9	(6,0)	(3,7)	(10,2)
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	21,5	21,9	21,0	18,9	32,1	n.d.	31,0
Deuda directa/PBG (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.d.	n.a.	n.a.	n.a.
Deuda directa per capita (\$)	1929,8	2391,0	2576,2	3.831	9065,8	3549,1	12038,4
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 (%)	87,2	89,8	89,5	90,1	89,7	60,5	62,5
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	20,2	20,5	21,3	20,9	22,3	32,1	31,5
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	8,0	6,3	6,5	6,0	5,9	35,1	33,2
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	92,2	91,4	92,3	93,4	91,4	93,1	90,9
Ingresos totales ^b per capita (\$)	8.529	10.939	14.996	20.412	27.101	12.213	16.864
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 (%)	58,4	61,0	63,2	64,7	66,4	67,6	66,4
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	32,6	30,6	29,1	27,9	27,3	26,9	27,8
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 (%)	12,7	13,8	11,1	12,0	9,2	7,2	11,4
Gasto de capital/PBG (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.a.	n.a.
Gasto total per capita (\$)	9.073	11.110	15.236	22.016	29.722	13.124	18.612
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	31,5	48,1	52,1	10,0	(58,0)	(58,4)	(28,8)
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	49,2	52,5	60,2	48,9	83,6	89,7	64,3
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	37,7	(9,8)	(24,1)	(8,3)	170,7	(23,1)	11,2

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 Salta (cuentas de inversión cerradas 2012-2016, y provisionarias al segundo trimestre 2017).

Anexo C. Instrumentos de Deuda

Bono Garantizado con Regalías Hidrocarburíferas

Emisor: Provincia de Salta.

Marco Legal: deuda autorizada por la Ley Provincial Nro. 7691.

Monto: US\$ 185.000.000.

Vencimiento: 16 de marzo de 2022.

Intereses: devengan una tasa fija del 9,5% nominal anual, pagaderos trimestralmente los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre.

Amortización de capital: en 34 cuotas trimestrales equivalentes, cada una al 2,94% del capital emitido, con un período de gracia de 21 meses; el primer pago se realizó en diciembre de 2013.

Moneda: pagaderos en dólares estadounidenses.

Garantía: regalías petrolíferas y gasíferas.

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.

Objetivo: financiar proyectos de infraestructura y obras públicas dentro del Fondo de "Reparación Histórica del Norte de la Provincia de Salta" en los Departamentos productores de hidrocarburos. Las obras se encuentran detalladas en la Ley Provincial N° 7691 y están orientadas a cubrir las necesidades de infraestructura de servicios básicos (agua y alcantarillados, electricidad y gas), instalaciones educativas y de salud y proyectos de infraestructura vial.

Legislación: el fideicomiso de garantía será constituido bajo la Ley argentina y los títulos serán emitidos bajo la Ley de Inglaterra.

Seguimiento del Bono

En el año 2001 la PS constituyó el fideicomiso financiero "Salta Hydrocarbon Royalty Trust" mediante el cual se emitieron títulos de deuda por US\$ 234 millones con garantía de regalías de hidrocarburos. Estas obligaciones tenían un vencimiento legal en diciembre de 2015, pero bajo un cronograma de pagos teórico fueron repagados efectivamente el 28 de diciembre de 2012. Desde el mes de enero de 2013 se perfeccionó la cesión en garantía de las regalías hidrocarburíferas para el nuevo bono y a partir de la cancelación de los títulos existentes, el bono garantizado tiene prioridad sobre la garantía cedida.

A la fecha del presente informe se han abonado veintidós servicios trimestrales de interés a una tasa fija del 9,5% nominal anual y dieciséis pagos de amortización de capital, luego de finalizado un período de gracia de 21 meses.

Como se mencionó, las regalías comenzaron a entrar al fideicomiso en diciembre de 2012, realizando el primer pago de intereses por medio del mismo en marzo del 2013. En promedio la cobertura de los servicios de deuda durante el período de gracia de capital fue de 2,2x. No obstante, a partir de diciembre de 2013 con el comienzo de los pagos de capital, el nivel de cobertura se redujo; en promedio en los servicios del 2014-2015 fue de 1,1x y durante 2016 se incrementó hasta 1,25x.

La estructura cuenta con una serie de eventos desencadenantes y gatillos que son monitoreados dado que protegen en términos generales al inversor para que no sean liberados fondos excedentes a la Provincia en caso de existir y/o para que se acelere la cancelación de los títulos (ver informes relacionados para más detalles de la estructura).

Luego del pago de junio 2016, el gatillo referido al ratio de coberturas de regalías se ubicó por encima del mínimo requerido de 1,1x. De esta manera, se subsanó el gatillo activado en el mes de marzo 2016 dejándolo sin efecto. A junio 2017, el gatillo se ubicaba por encima del mínimo requerido (1,75).

Años anteriores el gatillo ha sido muy volátil debido a la alta regulación del mercado de hidrocarburos con tarifas de gas rezagadas. Sin embargo, luego de la implementación del nuevo marco tarifario del gas se evidenció una mejora sobre el nivel de regalías mensuales materializado en el ratio de coberturas.

Debido al desempeño de la garantía en los últimos años y las previsiones que se realizaron originalmente, FIX no asignó ninguna mejora en la calificación de este bono. Sin embargo, FIX monitoreará la evolución de las regalías y de la regulación en el mercado de hidrocarburos de la Argentina, a fin de analizar futuras mejoras en los niveles de cobertura del bono. No obstante FIX sostiene la perspectiva como 'Estable' debido a la generación de marcos regulatorios y senderos de precios que convergen a los internacionales y auspician mejoras en los ratios de cobertura.

A continuación se detalla la evolución de pagos de los bonos garantizados hasta el mes de septiembre de 2017 inclusive:

Evolución de pagos Bono Garantizado

(en dólares estadounidenses)

Nro. de pago	Fecha de pago	Interés	Capital	Cuota	Saldo
	16-Mar-2012	-	-	-	185.000.000
1	18-Jun-2012	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
2	17-Sep-2012	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
3	17-Dic-2012	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
4	18-Mar-2013	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
5	17-Jun-2013	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
6	16-Sep-2013	4.393.750	-	4.393.750	185.000.000
7	16-Dic-2013	4.393.750	5.439.000	9.832.750	179.561.000
8	16-Mar-2014	4.264.574	5.439.000	9.703.574	174.122.000
9	16-Jun-2014	4.135.398	5.439.000	9.574.398	168.683.000
10	16-Sep-2014	4.006.221	5.439.000	9.445.221	163.244.000
11	16-Dic-2014	3.877.045	5.439.000	9.316.045	157.805.000
12	16-Mar-2015	3.747.869	5.439.000	9.186.869	152.366.000
13	16-Jun-2015	3.618.693	5.439.000	9.057.693	146.927.000
14	16-Sepr-2015	3.489.516	5.439.000	8.928.516	141.488.000
15	16-Dic-2015	3.360.340	5.439.000	8.799.340	136.049.000
16	16-Mar-2016	3.231.164	5.439.000	8.670.164	130.610.000
17	16-Jun-2016	3.101.988	5.439.000	8.540.988	125.171.000
18	16- Sep-2016	2.972.811	5.439.000	8.411.811	119.732.000
19	16- Dic-2016	2.843.635	5.439.000	8.153.458	114.293.000
20	16-Mar-2017	2.714.449	5.439.000	8.153.449	108.854.000
21	16-Jun-2017	2.585.283	5.439.000	8.024.283	103.415.000
22	16- Sep-2017	2.456.106	5.439.000	7.895.106	97.976.000

La estructura cuenta como mejora crediticia con una Cuenta de Reserva por el próximo servicio de deuda. Esta cuenta se constituye de una cuenta en el exterior y otra local y fue fondeada paulatinamente de acuerdo a lo estipulado en los documentos de la transacción. Luego de la fecha de pago el 16/06/2017, la suma de los saldos en USD en el exterior y en pesos al tipo de cambio oficial en la cuenta local se encontraba por encima de los requerimientos mínimos, llegando a cubrir el 100% el próximo servicio deuda.

Por último, gracias a las nuevas políticas del BCRA, el fiduciario puede acceder al mercado único de cambios para la compra de divisas sin límite mensual, lo que permite mitigar el impacto de futuras devaluaciones para el pago de los servicios y ya contar con saldos en las cuentas fiduciarias en dólares.

Títulos de Deuda Garantizado con Coparticipación Federal

Emisor: Provincia de Salta.

Marco Legal: deuda a emitirse bajo el Programa de Emisión de Deuda por hasta \$ 650 millones autorizado por Ley Provincial N°7867 y creado bajo el Decreto N°1207.

Monto: hasta \$ 250.000.000.

Vencimiento: 24 de abril de 2018.

Intereses: devengan una tasa fija del 27,5% nominal anual para los tres primeros servicios trimestrales y una tasa variable equivalente a la BADLAR más un 5,73% para los próximos 9 servicios trimestrales. El primer servicio de intereses fue efectivo el 24 de julio de 2015.

Amortización de capital: en 8 cuotas trimestrales, iguales y consecutivas por un monto igual al 12,5% del capital de los títulos, pagaderos trimestralmente a partir del mes 15 contados a partir de la fecha de emisión.

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.

Objetivo: financiación del plan de infraestructura básica de agua potable y saneamiento a ser ejecutadas en el período 2015-2019 de acuerdo a lo estipulado en la Ley Provincial N°7867.

Legislación: bajo la Ley argentina.

Estructura y niveles de Cobertura

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

1. Durante el Periodo de Gracia:

- 1,20x el monto de los intereses de los TD 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:

- 1,125x el monto de los intereses de los TD 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;
- 1,125x el monto de capital de los TD pagadero en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible en un 50% entre el 25º día corrido y el 55º día corrido de cada período de intereses 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 corridos anteriores a cualquier fecha de cálculo, la cuenta de cobranza no tuviera al menos el 50% del monto de capital de los TD correspondiente a la próxima fecha de pago, el Fiduciario intimará a la Provincia para que deposite dentro de los 5 días hábiles en la cuenta de cobranza las sumas necesarias para alcanzar mínimo requerido.

FIX analizó los niveles de cobertura en distintos niveles de estrés y concluyó que los mismos son adecuados. Esto sumado al mecanismo de la garantía de retención y pago permite que la calificación de los TD Clase 1 se encuentre 2 escalones por encima del riesgo emisor.

Seguimiento del Bono

A la fecha del presente informe de calificación se abonaron nueve servicios de intereses bajo estos títulos. En estos primeros servicios se devenga una tasa fija del 27,5%. Respecto al pago de capital, se encuentra un saldo de capital pendiente por \$ 93.750.000.

Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el día 02 de octubre de 2017, confirmó las calificaciones vigentes de la Provincia de Salta. El detalle se presenta a continuación:

Concepto / Título	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Emisor Endeudamiento de Largo Plazo	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Negativa
Títulos de Deuda garantizados con Regalías Hidrocarburíferas por USD185.000.000	A-(arg)	Estable	A-(arg)	Estable
Títulos de Deuda Clase 1 garantizados con Coparticipación por \$250.000.000	A+(arg)	Negativa	A+(arg)	Negativa
Títulos de Deuda por USD350.000.000	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Negativa
Programa de Letras del Tesoro vto. 2017 por hasta \$1.965.000.000	A2(arg)	No aplica	A2(arg)	No aplica

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas 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.

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 de Salta y el fiduciario de carácter privado al cierre 2016 y asimismo la siguiente información pública:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda para el período 2012-2016 y provisorios segundo trimestre 2017 disponible en www.salta.gov.ar.
- Presupuesto aprobado del año 2017 disponible en www.salta.gov.ar
- Información de los pagos a los bonos disponible en www.bolsar.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 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 disseminación 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.