

Provincia de Salta

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional	A-(arg)
Corto Plazo en Escala Nacional	A2(arg)

Instrumentos de Deuda

TD garantizados con Regalías Hidrocarburíferas por US\$ 185 MM	A-(arg)
TD Clase 2 por \$400 MM	A-(arg)
TD por US\$ 350 MM	A-(arg)
TD – Títulos de Deuda	

Perspectiva

NEGATIVA para calificaciones de largo plazo de Emisor Y TD Clase 2.
ESTABLE para los TD garantizados con regalías.

Información Financiera

Provincia de Salta	31 Dic 2017	31 Dic 2016
Ingresos Operativos (\$ millones)	40.469	30.085
Deuda Consolidada (\$ millones)	16.357	11.621
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	(2,6)	(3,9)
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	6,1	5,1
Deuda Directa/ Balance Operativo (x)	(15,7)	(9,8)
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	(0,7)	(1,5)
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	11,9	9,2
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	(10,9)	(7,5)
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	(35,6)	(58,0)

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

Soledad Reija
Director Asociado
+54 11 5235-8124
soledad.reija@fixscr.com

Responsable del sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Ajustado margen operativo, aunque con mejoras: FIX estima que en el 2018 se revertiría el margen negativo de 2017, y sería cercano al 7%, aunque monitoreará la capacidad de la Provincia de Salta (PS) de contener el gasto en 2019 (año electoral) y contar con indicadores consistentes con el rango de calificación. En 2017 el margen registró una mejora con relación a 2016 (-2,6% frente al -3,9%). Al primer semestre de 2018 se registra una notable mejora respecto a igual período del 2017 debido a que los ingresos operativos crecen por encima de los gastos en 18,7 puntos porcentuales (40,7% vs 22,0%). Los ingresos son impulsados por los de origen nacional y la suba en las alícuotas de Ingresos Brutos, al tiempo que se registra una contención del gasto salarial (21,3% interanual).

Baja flexibilidad presupuestaria: desde 2013 se registra una suba sostenida en la rigidez presupuestaria entendida (gasto en personal sobre ingresos operativos), producto de las presiones inflacionarias sobre los salarios. La PS, registró un ratio del 69% en 2016, levemente moderado en 2017 (66,2%), aunque aún elevado contra el consolidado provincial (58,5%). Al primer semestre 2018, FIX registra una sensible mejora en la flexibilidad presupuestaria (58,3% frente al 67,6% a igual período de 2017).

Menor presión servicios de deuda: en 2017 los servicios de deuda fueron ajustados a raíz de la generación de un balance operativo negativo. FIX estima que en 2018 la PS registraría un margen operativo positivo, que impactaría en una mejora en la capacidad de pago. De sostenerse la mejora en los márgenes, la PS no debería recurrir a la emisión de Títulos de Deuda en 2018 para cubrir sus necesidades de financiamiento, reduciendo los riesgos de refinanciación.

Adecuado nivel de endeudamiento: el peso relativo de la deuda en término de los ingresos corrientes es adecuado, en 2017 representó un 40% comparado al 38,5% en el 2016 y 39,3% del consolidado provincial. FIX prevé que al cierre del 2018 el nivel de apalancamiento se eleve al 48,2% de los ingresos corrientes estimados, fruto de la devaluación del tipo de cambio. Respecto a la composición de deuda, al 30/06/2018, el 62% estaba denominado en moneda extranjera, pero el riesgo cambiario está parcialmente mitigado por ingresos vinculados al USD (regalías).

Ajustada liquidez: al cierre de 2017, los saldos líquidos permitieron cubrir sólo 0,1x (veces) la deuda flotante. En los primeros 6 meses del 2018, la PS pudo recomponer sus márgenes, lo que indujo a una notable mejora en los deteriorados indicadores de liquidez exhibidos en 2017. Salta a fines de cubrir déficits transitorios del tesoro, recurre a la utilización del FUCO (que le permite usar parte de las disponibilidades de caja sin costo financiero), adelantos de coparticipación intrames y asistencias de Nación a través del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP). La PS no planea utilizar la emisión de Letras del Tesoro durante 2018.

Sensibilidad de las Calificaciones

Perspectiva Negativa: si no se consolidan las mejoras observadas en el desempeño operativo en los primeros meses del 2018, podría derivar en una baja de las calificaciones. De lo contrario, una materialización de la mejora en los márgenes operativos con un impacto positivo en la capacidad de pago de la PS, podría derivar en un cambio de la perspectiva.

Desempeño operativo y endeudamiento: de mantenerse una alta rigidez en el gasto con sucesivas presiones a la suba que afecten los márgenes operativos e impacten en la capacidad

de pago y en consecuencia en nuevas necesidades de endeudamiento, podría derivar en una revisión a la baja 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	2013	2014	2015	2016	2017	6m 2017	6m 2018
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	10.914,0	15.050,9	20.874,5	26.992,2	36.191,6	16.505,0	24.140,3
Otras transferencias Corrientes recibidas	766,2	1.086,1	1.400,5	1.775,8	2.451,5	1.315,1	1.095,8
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	474,2	680,1	897,8	1.317,0	1.826,2	798,6	966,4
Ingresos Operativos	12.154,4	16.817,2	23.172,8	30.085,0	40.469,3	18.618,6	26.202,5
Gastos operativos	-11.200,3	-15.582,0	-22.499,0	-31.269,2	41.514,4	-18.946,4	-23.119,8
Balance Operativo	954,2	1.235,3	673,8	-1.184,2	-1.045,2	-327,7	3.082,7
Intereses cobrados	162,9	165,5	55,1	74,8	448,3	215,2	143,7
Intereses pagados	-222,3	-326,1	-405,1	-813,7	-1.528,5	-630,7	-882,7
Balance Corriente	894,8	1.074,7	323,8	-1.923,1	-2.125,4	-743,2	2.343,7
Ingresos de capital	975,6	1.240,6	1.576,5	2.773,9	3.265,4	1.659,2	1.324,6
Gasto de capital	-1.858,9	-2.062,4	-3.222,8	-3.318,1	-5.966,0	-2.582,2	-1.795,2
<i>Balance de capital</i>	<i>-883,3</i>	<i>-821,8</i>	<i>-1.646,3</i>	<i>-544,2</i>	<i>-2.700,6</i>	<i>-923,0</i>	<i>-470,6</i>
Balance Financiero	11,5	252,9	-1.322,5	-2.467,3	-4.826,1	-1.666,2	1.873,1
Nueva deuda	37,6	48,2	360,4	6.382,4	1.347,0	746,2	979,1
Amortización de deuda	-219,3	-545,0	-627,2	-717,5	-976,1	-457,7	-613,9
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>-181,6</i>	<i>-496,8</i>	<i>-266,9</i>	<i>5.664,9</i>	<i>370,9</i>	<i>288,5</i>	<i>365,2</i>
Resultado Final	-170,2	-243,9	-1.589,3	3.197,7	-4.455,2	-1.377,7	2.238,2
DEUDA							
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	850,5	0,0
Largo Plazo	2.905,6	3.130,7	4.655,9	11.621,1	16.357,5	15.155,8	21.846,8
Deuda Directa	2.905,6	3.130,7	4.655,9	11.621,1	16.357,5	16.006,3	21.846,8
+ Deuda cuasi directa	564,1	683,1	159,8	604,2	471,3	526,7	470,5
Riesgo Directo	3.469,7	3.813,8	4.815,7	12.225,4	16.828,8	16.532,9	22.317,4
- Liquidez	766,5	242,5	427,4	1.953,9	285,9	-1.086,3	3.788,1
Riesgo Directo Neto	2.703,2	3.571,3	4.388,4	10.271,4	16.542,9	17.619,3	18.529,2
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	2.703,2	3.571,3	4.388,4	10.271,4	16.542,9	17.619,3	18.529,2
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	53,1	58,7	55,8	68,7	59,1	52,7	62,1
% no bancaria	87,1	84,3	82,3	65,5	53,3	53,2	58,8
% tasa de interés fija	79,2	76,2	60,3	n.d.	84,9	89,0	97,8

n.d.- no disponible

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Salta (cuentas de inversión cerradas 2013-2017, y provisoria al primer semestre 2017 y 2018).

Anexo B

Provincia de Salta

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2013	2014	2015	2016	2017	6m 2017	6m 2018
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	7,9	7,3	2,9	-3,9	-2,6	-1,8	11,8
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	7,3	6,3	1,4	-6,4	-5,2	-3,9	8,9
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	0,1	1,4	-5,3	-7,5	-10,9	-8,1	6,8
Resultado final/Ingresos totales (%)	-1,3	-1,3	-6,4	9,7	-10,1	-6,7	8,1
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	27,2	38,4	37,8	29,8	34,5	-54,0	40,7
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	23,7	39,1	44,4	39,0	32,8	-54,4	22,0
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	102,3	20,1	-69,9	-693,8	10,5	-65,0	-415,3
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	16,2	9,0	20,8	58,6	29,0	-2,2	26,7
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,8	1,9	1,7	2,7	3,8	3,4	3,4
Balance operativo/Intereses pagados (x)	4,3	3,8	1,7	-1,5	-0,7	-0,5	3,5
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	3,6	5,1	4,4	5,1	6,1	5,8	5,7
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	46,3	70,5	153,2	-129,3	-239,6	-332,1	48,5
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	28,2	22,5	20,7	38,5	40,0	42,5	41,5
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	32,7	26,5	21,4	40,5	41,1	43,9	42,4
Deuda directa/Balance corriente (x)	3,9	3,5	14,9	-6,0	-7,7	-10,8	4,7
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	4,5	4,2	15,4	-6,4	-7,9	-11,1	4,8
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	26,5	25,1	19,6	34,1	40,4	46,8	35,2
Deuda directa/PBG (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Deuda directa per capita (\$)	2855,2	3138,4	3962,9	9563,1	13460,7	13171,6	17977,9
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 (%)	89,8	89,5	90,1	89,7	89,4	88,6	92,1
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	20,5	21,3	20,9	22,3	22,3	22,2	24,0
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	6,3	6,5	6,0	5,9	6,1	7,1	4,2
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	91,4	92,3	93,4	91,4	91,6	90,9	94,7
Ingresos totales ^b per capita (\$)	10.939	14.996	20.412	27.101	36.358	16.864	22.770
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 (%)	61,0	63,2	64,7	66,4	64,6	66,4	66,1
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	30,6	29,1	27,9	27,3	28,3	27,8	26,9
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 (%)	13,8	11,1	12,0	9,2	11,9	11,4	6,8
Gasto de capital/PBG (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto total per capita (\$)	11.110	15.236	22.016	29.722	41.133	18.612	21.734
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	48,1	52,1	10,0	-58,0	-35,6	-28,8	130,6
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	52,5	60,2	48,9	83,6	54,7	64,3	73,8
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	-9,8	-24,1	-8,3	170,7	6,2	11,2	20,3

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 2013-2017, y provisoria al primer semestre 2017 y 2018).

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 veinticuatro servicios trimestrales de interés a una tasa fija del 9,5% nominal anual y dieciocho 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 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 marzo 2018, el gatillo se ubicaba por encima del mínimo requerido (1,69x).

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 octubre de 2018 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
23	16- Dic-2017	2.326.930	5.439.000	7.765.930	92.537.000
24	16-Mar-2018	2.197.754	5.439.000	7.636.754	87.098.000
25	18-Jun-2018	2.068.578	5.439.000	7.507.578	81.659.000
26	16- Sep-2018	1.939.401	5.439.000	7.378.401	76.220.000

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.

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.

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 11 de octubre de 2018 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
Emisor Endeudamiento de Corto Plazo	A2(arg)	NA	A2(arg)	NA
Títulos de Deuda garantizados con Regalías Hidrocarburíferas por USD185.000.000	A-(arg)	Estable	A-(arg)	Estable
Títulos de Deuda por USD350.000.000	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Negativa
Títulos de Deuda Clase 2 por hasta \$400.000.000	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Negativa

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 2017 y parciales al cierre de junio de 2018, y asimismo la siguiente información pública:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda para el período 2013-2017 y provisorios a junio de 2018 disponible en www.salta.gov.ar.
- Presupuesto aprobado del año 2018 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.