

Aluminio  
Uruguay  
Informe complementario

Aluminios del Uruguay S.A.

**Calificación Nacional**

	Calificación actual
ONs Serie 2 por hasta US\$ 4 millones (emitidos US\$ 3 MM)	BBB+(uy)
Garantizadas mediante Fideicomiso en Garantía	

**Perspectiva**

Estable

**Resumen Financiero**

Aluminios del Uruguay S.A.

	31/12/10	31/12/09
Total Activos (\$ miles)	24.319	20.304
Total Deuda Financiera (\$ miles)	6.111	4.933
Ingresos (\$ miles)	28.064	27.574
EBITDA (\$ miles)	2.718	2.981
EBITDA (%)	9.7%	10.8%
Deuda/ EBITDA	2.2	1.7
EBITDA/ intereses	7.2	6.1

**Analistas**

*Finanzas Corporativas*

Fernando Torres  
+54 11 5235 8124  
fernando.torres@fitchratings.com

Gabriela Catri  
+54 11 5235 8129  
gabriela.catri@fitchratings.com

*Finanzas Estructuradas*

Eduardo D'Orazio  
+54 11 5235-8145  
eduardo.d'orazio@fitchratings.com

**Informes Relacionados**

CRITERIO APLICADO:

- Corporate Rating Methodology, Ago. 16, 2010. (1)
- Manual de Calificación registrado ante el BCU.

**Fundamentos de la calificación**

- La calificación asignada refleja la importante trayectoria y posicionamiento de la compañía en el mercado de aluminio local, su capacidad exportadora y su adecuado perfil financiero. La compañía detenta una participación en el mercado uruguayo de perfiles de aluminio del 50%. A su vez, exporta aproximadamente entre el 40-50% de su producción, principalmente a países del Mercosur.
- Aluminios del Uruguay se desempeña también en el negocio de envases flexibles, en el cual enfrenta el desafío de mejorar sus márgenes de rentabilidad, ya que en los últimos años este segmento operó en niveles cercanos al punto de equilibrio. La compañía prevé focalizarse en determinados productos y clientes con mayor valor agregado que le permitirían aumentar la rentabilidad del negocio. Estas acciones ya reflejaron durante el ejercicio 2010 una importante mejora en el margen de EBITDA del segmento.
- Entre los principales riesgos que enfrenta Aluminios del Uruguay se encuentra la volatilidad de precios de sus principales insumos, principalmente lingotes o barros de aluminio. Dado que la compañía no está integrada hacia atrás, se abastece de productores argentinos o brasileños. Existe una demora en el traslado a precio de las variaciones en el costo de sus insumos que puede afectar sus márgenes de EBITDA. La competencia de productos importados a menor precio, como es el caso de los productos provenientes de China constituyen otro factor de riesgo para Aluminios del Uruguay.
- La demanda de la compañía es cíclica, sujeta a las variaciones de la construcción y la industria automotriz pesada, tanto en Uruguay como en la región. Una crisis a nivel regional podría afectar negativamente la generación de fondos de la compañía. Hacia adelante existen buenas perspectivas del negocio de construcción en Uruguay, a la vez que se observa una evolución positiva de la economía brasileña, uno de los principales destinos de sus exportaciones.
- La compañía muestra un adecuado perfil crediticio. Luego de la emisión de ONs por US\$ 3 MM en dic'10, la compañía mostraba ratios de deuda/EBITDA de 2.2x. Parte de los fondos de las ONs se destinaron a cancelar deuda de corto plazo y el resto será para financiar su plan de inversiones tendiente a ampliar capacidad y mejorar la eficiencia de la planta.

**Perspectivas y factores relevantes de la calificación**

- Fitch estima una recuperación en las ventas respecto de la caída observada en el ejercicio 2010, que se daría a partir de un aumento en los despachos, en el caso de que no se reiteren los paros gremiales producidos en 2010 que afectaron el nivel de producción. El margen de EBITDA podría reducirse, ya que en los dos últimos años se ubicaron por encima de su promedio histórico. De incrementar el nivel de inversiones, el flujo libre podría ser negativo.
- La emisión de ONs significó una mejora en la liquidez, al reducir la deuda de corto plazo. Los servicios de deuda se consideran manejables. Hacia 2012 se espera que la compañía genere un flujo libre positivo lo cual le otorgaría una mayor flexibilidad financiera.

**Hechos recientes**

En el ejercicio 2010 la compañía mantuvo estable el nivel de ventas respecto del año anterior, mientras que el EBITDA mostró una caída a US\$ 2.7 MM, respecto de US\$ 3 MM del ejercicio 2009. Los márgenes obtenidos en 2009 fueron superiores a los históricos debido a los bajos precios del aluminio primario. En 2010 los resultados se vieron afectados por la caída en la producción de perfiles por los paros gremiales. Por su parte, el negocio de Ecoflex alcanzó un margen de EBITDA del 4.6%, superior a los niveles históricos. El flujo libre del ejercicio 2010 fue positivo en US\$ 1.1 MM, luego de cubrir inversiones por US\$ 1 MM y dividendos por US\$ 0.8 MM.

**Liquidez y estructura de capital**

La compañía presenta una adecuada estructura de capital. La deuda aumentó con la emisión de ONs a un total de US\$ 6.1 MM, ubicándose aún por debajo de los picos de deuda de 2007 y 2008. Parte de los fondos de las ONs se destinaron a cancelar deuda de corto plazo por US\$ 1.3 MM, con lo cual mejoró el perfil de vencimientos de la deuda. A dic'10 el saldo de caja y equivalentes ascendía a US\$ 3.2 MM, con lo cual el ratio deuda neta / EBITDA se ubicaba en 1.1x.

Las ONs se emitieron por un monto de US\$ 3 MM a 5 años, con cuotas de capital crecientes y una tasa de interés fija del 5.5% anual. Las Ons cuentan con un Fideicomiso de Garantía al que se ceden los créditos actuales y futuros de clientes de la compañía. Fitch Uruguay ha considerado la estructura de garantía con que cuenta la emisión, y dada la forma en que opera la misma la calificación del instrumento está totalmente relacionada a la calidad crediticia del emisor.

## Anexo I: Resumen financiero

**Resumen Financiero - Aluminios del Uruguay S.A.**  
(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>
<b>Rentabilidad</b>						
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>2.718</b>	<b>2.981</b>	<b>2.506</b>	<b>1.995</b>	<b>1.978</b>	<b>561</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>9,7</b>	<b>10,8</b>	<b>7,4</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>2,7</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	20,9	27,1	17,9	12,7	19,6	10,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,0	9,9	(5,9)	(0,3)	1,8	(2,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	21,0	21,2	11,1	14,5	14,5	(3,8)
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	9,6	7,9	3,6	3,6	4,0	2,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	7,2	6,1	3,6	4,0	4,1	1,6
EBITDA / Servicio de Deuda	0,9	0,8	0,4	0,4	0,7	0,2
FGO / Cargos Fijos	9,6	7,9	3,6	3,6	4,0	2,9
FFL / Servicio de Deuda	0,5	0,9	(0,2)	0,1	0,3	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,6	1,1	0	0,7	0,4	0,1
FCO / Inversiones de Capital	2,9	4,3	(0,7)	0,9	1,8	0,4
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,7	1,3	2,9	4,4	2,3	4,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,2	1,7	2,9	4,0	2,2	8,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	1,3	2,5	2,4	2,0	7,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,8	8,0	9,1	8,1	10,5	14,4
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
<b>Balance</b>						
Total Activos	24.319	20.304	21.414	22.700	17.795	16.403
Caja e Inversiones Corrientes	3.206	915	1.130	3.258	262	372
Deuda Corto Plazo	2.606	3.237	4.948	5.057	2.536	2.389
Deuda Largo Plazo	3.505	1.696	2.352	2.995	1.777	2.433
<b>Deuda Total</b>	<b>6.111</b>	<b>4.933</b>	<b>7.300</b>	<b>8.052</b>	<b>4.313</b>	<b>4.822</b>
Deuda asimilable al Patrimonio						
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>6.111</b>	<b>4.933</b>	<b>7.300</b>	<b>8.052</b>	<b>4.313</b>	<b>4.822</b>
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>6.111</b>	<b>4.933</b>	<b>7.300</b>	<b>8.052</b>	<b>4.313</b>	<b>4.822</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>11.361</b>	<b>9.345</b>	<b>6.608</b>	<b>6.266</b>	<b>5.418</b>	<b>4.999</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>17.472</b>	<b>14.278</b>	<b>13.908</b>	<b>14.318</b>	<b>9.731</b>	<b>9.821</b>
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	3.267	3.384	1.792	1.323	1.433	670
Variación del Capital de Trabajo	(339)	534	(2.489)	(754)	(253)	(282)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.928	3.918	(697)	569	1.180	388
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.000)	(903)	(1.050)	(655)	(668)	(943)
Dividendos	(818)	(296)	(259)	(2)	(11)	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>1.110</b>	<b>2.719</b>	<b>(2.006)</b>	<b>(88)</b>	<b>501</b>	<b>(555)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	33	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	1.181	(2.339)	(750)	3.085	(509)	548
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>2.291</b>	<b>413</b>	<b>(2.756)</b>	<b>2.997</b>	<b>(8)</b>	<b>(7)</b>
<b>Estado de Resultados</b>						
<b>Ventas Netas</b>	<b>28.064</b>	<b>27.574</b>	<b>33.815</b>	<b>31.204</b>	<b>27.489</b>	<b>21.164</b>
Variación de Ventas (%)	1,8	(18,5)	8,4	13,5	29,9	
<b>EBIT Operativo</b>	<b>1.872</b>	<b>2.213</b>	<b>1.782</b>	<b>1.250</b>	<b>1.310</b>	<b>23</b>
Intereses Financieros Brutos	378	488	695	501	479	348
<b>Resultado Neto</b>	<b>2.175</b>	<b>1.689</b>	<b>712</b>	<b>848</b>	<b>753</b>	<b>(96)</b>

## Anexo II. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas; disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.

### Anexo III. Características del instrumento

Obligaciones Negociables no convertibles en acciones 2da Serie

Monto de la emisión: Hasta US\$ 4 millones. El 30/12/10 se concretó la emisión por un total de US\$ 3 MM.

Plazo: 6 años

Amortización: cinco cuotas anuales, la primera con vencimiento a los 24 meses de la fecha de emisión por un 10% del capital, la segunda por un 15% del capital, y a partir de la tercera hasta la quinta cuota por un 25% del capital cada una.

Intereses: tasa fija del 5.5% anual, con pagos trimestrales.

Rescate anticipado: El emisor podrá rescatar la totalidad de las Obligaciones en cada oportunidad de pago de intereses.

Garantía: Se constituye un Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago que se integrará con los créditos que tenga o que pueda tener el emisor contra dos clientes específicos (Kraft Foods Uruguay y Roemmers) a efectos de garantizar y pagar, en su oportunidad y según corresponda, tanto el capital como los intereses de las Obligaciones Negociables. Este Fideicomiso opera de la siguiente forma: los deudores cedidos abonan sus créditos al fideicomitente (Aluminios del Uruguay), salvo que 30 días previos a la fecha de pago de la ON el fideicomitente no deposite los fondos para afrontar el servicio. En este caso el fiduciario (EA Servicios Financieros SRL) notificará a los deudores cedidos para que depositen directamente en la cuenta del fideicomiso en garantía, y si los fondos no fueran suficientes para cumplir con los pagos estipulados, será obligación del fideicomitente aportar los fondos faltantes.

Fiduciante: Aluminios del Uruguay S.A.

Fiduciario: EA Servicios Fiduciarios S.R.L.

Asesor de la emisión: Jorge Caumont & Asociados.

Agentes de distribución: Jorge Caumont Corredor de Bolsa, Rospide Sociedad de Bolsa S.A.

Cotización, Agentes de Pago, Agente Fiduciario y Entidad Registrante: Bolsa de Valores de Montevideo.

Ley aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay

Objeto de la emisión: El destino de los fondos de la emisión será la incorporación de activos fijos complementarios y ampliatorios de la capacidad instalada de producción; la incorporación de tecnologías que mejoran la eficiencia total de factores productivos y la adecuación de la estructura de capital de la empresa para hacerla consistente con su ciclo productivo y con los resultados económicos que provocarán las inversiones que se realizan.

Tanto la emisión de Obligaciones Negociables por parte de Aluminios del Uruguay S.A., como la firma del Contrato de Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago (Ley 17.703), fueron autorizados por la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el día 14 de mayo de 2010 y de la respectiva resolución de Directorio de la misma fecha.

## Anexo IV. Dictamen de calificación.

### Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A., reunido el 29 de abril de 2011 confirmó en Categoría **BBB+(uy)** a las Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 4 millones (emitidos US\$ 3 MM) por **Aluminios del Uruguay S.A.** La Perspectiva es Estable.

**CATEGORÍA BBB(uy):** "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.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los signos "+" o "-" podrán ser 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. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la 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.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente, por lo tanto no es Categoría E.

### Fuentes

- Balances generales auditados anuales hasta el 31/12/2010.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto preliminar de las Obligaciones Negociables.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual 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 Fitch 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 independiente 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 Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch 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 futuros 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 se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch 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. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch 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 Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones 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. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch 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 USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.