

Aluminios del Uruguay S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

ONs Serie 2 por hasta
US\$ 4 millones
(emitidos US\$ 3 millones)

BBB+
(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

| | Año Móvil | |
|--------------------------------------|-----------|----------|
| | 30/06/11 | 31/12/10 |
| Total Activos (\$ miles) | 27.263 | 24.319 |
| Total Deuda Financiera (\$ miles) | 7.725 | 6.111 |
| Ingresos (\$ miles) | 31.616 | 28.064 |
| EBITDA (\$ miles) | 3.487 | 2.718 |
| EBITDA (%) | 11.0% | 9.7% |
| Deuda/ EBITDA | 2.2 | 2.2 |
| EBITDA/ intereses | 8.5 | 7.2 |

Informes relacionados

[Corporate Rating Methodology, Agosto 12, 2011 \(1\)](#)

[Manual de calificación registrado ante la Comisión Nacional de Valores.](#)

Analistas

Fernando Torres
5235 8124
fernando.torres@fitchratings.com

Juan Martín Berrondo
5235 8127
juan.berrondo@fitchratings.com

Factores relevantes de la calificación

Posicionamiento local y capacidad exportadora: La compañía cuenta con una importante trayectoria en el mercado de aluminio local, con una participación en el mercado de perfiles del orden del 40%. 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, el cual representa alrededor de un 35% de su producción.

Volatilidad de precios de sus insumos: La compañía está expuesta a la volatilidad de los precios internacionales del aluminio. Al no estar integrada hacia atrás, importa los lingotes y barros de aluminio de productores de la región (Argentina y/o Brasil), y actualmente sumó proveedores de otras regiones (Dubai, Malasia). La compañía traslada a precio el aumento de sus insumos, aunque puede existir una demora en este traslado que impacte en el margen. Una contracción en la demanda, también podría dificultar este ajuste de precios.

Demanda cíclica: La demanda está sujeta a las variaciones de la construcción y la industria automotriz pesada, tanto en Uruguay como en la región. El negocio de construcción en Uruguay muestra una tendencia creciente. Uno de los principales destinos de sus exportaciones es Brasil, país que muestra una evolución positiva en los últimos años.

Aumento de la competencia: En el mercado de perfiles se intensificó el ingreso de productos provenientes de China a menor precio, que compiten con los productos de la compañía. Esto representa una amenaza para el sostenimiento de los márgenes en el mediano plazo. Entre las ventajas competitivas de la compañía se cuentan el diseño y asesoramiento a sus clientes.

Adecuado perfil crediticio: La compañía muestra ratios de deuda/EBITDA en torno a 2x y coberturas de intereses superiores a 7x, luego de la emisión de ONs por US\$ 3 MM en dic'10. El EBITDA muestra una positiva evolución en el corriente año (US\$ 3.5 MM para el año móvil a jun'11) producto de la recuperación del volumen, mayores precios promedio, y la mejora en la rentabilidad del negocio de envases flexibles. La compañía desarrolló una estrategia para tornar rentable este negocio, y obtuvo un margen de EBITDA en el segmento de alrededor del 5% en el primer semestre de 2011. El segmento de perfiles, principal negocio, también mostró un crecimiento en la generación de fondos.

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Consolidación del margen operativo: La calificación de Aluminios del Uruguay podría subir en el caso en que se consoliden sus márgenes de EBITDA por encima de los niveles históricos, tal lo observado en los últimos años, y la compañía recupere el volumen de ventas a partir de las inversiones en ampliación de capacidad. Fitch espera que la compañía sostenga un adecuado apalancamiento (deuda/EBITDA de entre 2 y 2.5x), aún en un escenario con mayores inversiones y flujo de fondos libre negativo en los próximos dos años.

Una contracción en la demanda o en los márgenes operativos por la mayor competencia, junto con un aumento en el endeudamiento para financiar el plan de inversiones podría afectar negativamente la calificación.

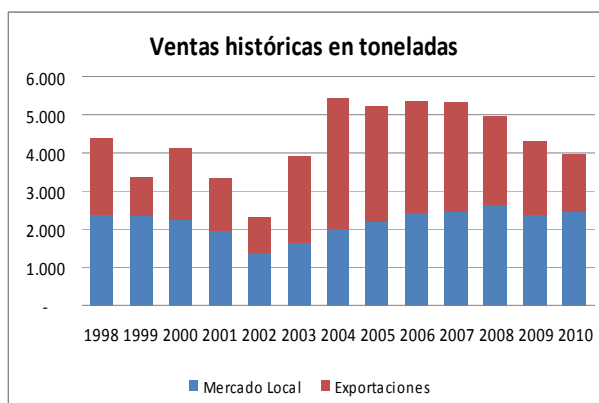
Liquidez y Estructura de deuda

Adecuada liquidez y apalancamiento: A jun'11 la deuda financiera aumentó a US\$ 7.7 MM respecto de US\$ 6.1 MM a dic'10. Este aumento se destinó a financiar mayores necesidades de capital de trabajo, inversiones y dividendos. La deuda de corto plazo representa el 35% de la deuda total y está cubierta en un 92% con la posición de caja, inversiones y depósitos en garantías. En los próximos dos ejercicios el flujo de fondos libre podría ser negativo en función de las mayores inversiones en ampliación de capacidad. Los servicios de deuda se consideran manejables (US\$ 1.4 MM de capital e intereses anuales en promedio).

Perfil del negocio

Aluminios del Uruguay es la compañía de aluminios líder en el mercado uruguayo. Opera en dos segmentos de negocios distintos: la fabricación de perfiles de aluminio y la producción de envases flexibles (Ecoflex). En perfiles de aluminio cuenta con una participación del 40% en el mercado local.

A su vez, la compañía exporta sus productos principalmente a países del Mercosur. Considerando un promedio de los últimos cinco años, aproximadamente el 70% de los ingresos se originan en el mercado local y un 30% provienen de exportaciones. Por su parte, las ventas en toneladas se distribuyen en alrededor de un 50% en el mercado local y el otro 50% en exportaciones, dependiendo del dinamismo de la demanda local y los niveles de producción de la compañía.

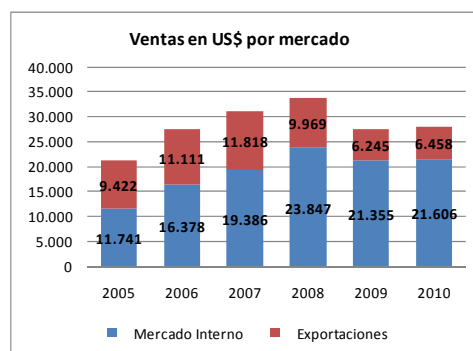
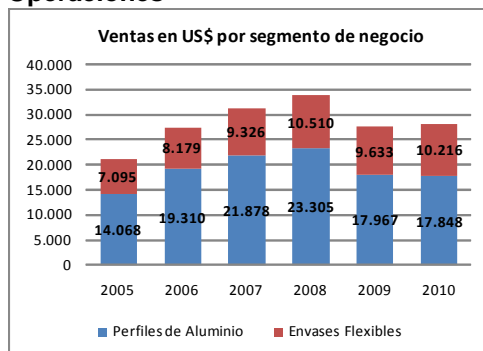


La compañía cuenta con una importante trayectoria. Se constituyó en 1935 y fue subsidiaria de Alcan Aluminium Ltd (compañía multinacional de origen canadiense) desde el año 1957 hasta 1997. En este último año Alcan decidió vender ciertos activos en la región, y así Aluminios del Uruguay fue adquirida por Focus Finance Ltd., sociedad creada por el equipo gerencial de la compañía. La gerencia cuenta con una amplia experiencia en la dirección de la compañía y en los sectores en los que participa.

La estrategia operativa de la compañía se basa en incrementar su capacidad de producción en alrededor de un 20%, mejorar la eficiencia de la planta a partir de la incorporación de tecnología, desarrollar productos de valor agregado y alta calidad con el fin de consolidar su posicionamiento en el mercado local e incrementar las exportaciones. La variedad de perfiles, disponibilidad de stock y el servicio de asistencia técnica le brinda un importante posicionamiento a la compañía en el mercado uruguayo. El patentamiento de líneas de modelos de perfiles modernos, así como el reconocimiento de la marca en el mercado local ayuda a contrarrestar la competencia de productos importados a menor precio, especialmente de China.

En cuanto al negocio de envases flexibles, la compañía desarrolló una estrategia basada en selección de determinados clientes o productos apuntando a mejorar los márgenes del negocio. Se está concentrando en los productos basados en foil de aluminio utilizado en la industria farmacéutica y del tabaco, y/o en determinados clientes de la industria alimenticia que poseen mayor exigencia por la calidad. La implementación de esta estrategia derivó en un margen de EBITDA del negocio del 5% a jun'11, frente a niveles de EBITDA negativos o cercanos a 0 de los últimos años.

Operaciones



Perfiles de aluminio

El segmento de perfiles de aluminio es el que aporta la mayor parte del EBITDA de la compañía: 80 % a sep'11 y prácticamente la totalidad del EBITDA de los últimos 5 años. En promedio el segmento registró un margen del 12% para los últimos 5 años. Los productos se destinan, en primer lugar, al sector de construcción en Uruguay (aberturas de aluminio), y a industrias como, fábricas de carrocerías de ómnibus y camiones, y para la fabricación de bicicletas.

La compañía es el principal jugador del mercado local, mientras que la competencia proviene mayormente de importaciones de China y de otros países de la región. Sus clientes se encuentran atomizados, compuestos en su mayoría por carpinteros metálicos. El mercado de construcción civil en Uruguay evidenció un comportamiento firme en los últimos años, con excepción de 2009 por efecto de la crisis internacional.

Las exportaciones se destinan fundamentalmente al negocio de carrocerías, siendo Marcopolo el principal cliente de este rubro. Dado que los productos que se venden localmente son productos de mayor valor agregado e incorporan asistencia técnica y menores tamaños de entrega, cuentan con un precio promedio más alto que el de las exportaciones.

Las materias primas sustanciales son los lingotes de aluminio puro, que se adquieren de Brasil y de Argentina. La compañía no cuenta con contratos de abastecimiento de largo plazo. Dado el encarecimiento del aluminio en la región, la compañía diversificó el abastecimiento a través de proveedores de Dubai y Malasia, y prevé desarrollar nuevos proveedores en otras regiones.

Ecoflex – Envases flexibles

El negocio representaba un EBITDA casi nulo (entre 0/1% de margen). Sin embargo durante 2011 la actividad comenzó a generar una rentabilidad positiva, que según los datos proporcionados por la compañía, obtuvo un EBITDA de US\$ 560 mil (21% del EBITDA total) con un margen del 5.7% a sep'2011.

Se inició como una actividad complementaria al ofrecer productos con *foil* de aluminio y luego se completó con productos de filmes plásticos tanto impresos como sin impresión. Los productos se destinan a los sectores de alimentos, bebidas, farmacéutico e industria tabacalera. La compañía es líder en el mercado local, con excepción del sector alimenticio en el cual enfrenta una mayor competencia. Además exporta entre el 40-50% de las ventas al Mercosur.

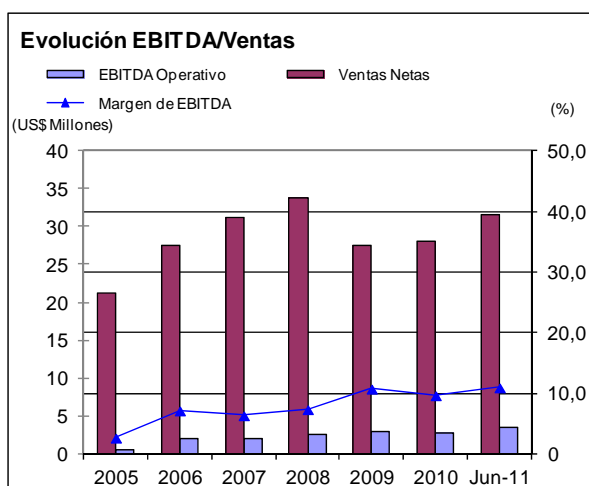
Este segmento se caracteriza por contar con clientes con un fuerte poder de negociación. La compañía está llevando a cabo una estrategia que se basa en la selección de determinados clientes y productos con mayor margen, para generar rentabilidad en el negocio. La compañía se encuentra incorporando tecnología para mejorar la eficiencia del proceso de producción: adquirió una nueva impresora que le permitirá aumentar la capacidad en aproximadamente un 50% y desarrollar productos de más valor agregado. La inversión fue de US\$ 1 MM, abonaron el 40% y se prevé la puesta en marcha para ene'12.

Perfil financiero

En el ejercicio 2010 la compañía mantuvo estable el nivel de ventas respecto del año anterior, en torno a US\$ 28 MM (por debajo de los máximos alcanzados en 2007 y 2008 de US\$ 31 MM y US\$ 34 MM, respectivamente). El volumen de ventas de 2010 se vio afectado por la caída en la producción de perfiles, lo cual fue compensado por la recuperación de los precios de las exportaciones. El volumen de ventas fue de 3.970 toneladas (-6.7% respecto de 2009), de las cuales el 62% se destinó al mercado local, y el 38% restante fue exportado dentro de la región. Al contar con un menor nivel de producción la compañía priorizó el abastecimiento al mercado interno, que cuenta con un mayor margen de contribución.

El EBITDA de 2010 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 la baja de los precios internacionales del aluminio, que le permitió disminuir el costo de adquisición de insumos. El margen de EBITDA de 2010 fue de 9.7% respecto de 10.8% del ejercicio anterior. Existe un tiempo en el traslado a los precios de los movimientos en el costo del aluminio, que ante la baja del costo tuvo un impacto positivo en el margen de la compañía.

Para el año móvil a jun'11 las ventas mostraron una importante recuperación, ascendiendo a US\$ 31.6 MM. En el corriente año se observa un crecimiento tanto en volumen como en precios en los distintos negocios y mercados en los que opera la compañía. El EBITDA del año móvil a jun'11 alcanzó un máximo de US\$ 3.5 MM en función de las mayores ventas y de la mejora en el margen del segmento de envases flexibles. El margen consolidado se ubicó en el 11%, aunque podría registrar una disminución hacia el segundo semestre por un aumento en la competencia de productos importados de China en el negocio de perfiles.



En el ejercicio 2010 el flujo libre fue positivo en US\$ 1.1 MM, luego de cubrir inversiones por US\$ 1 MM y dividendos por US\$ 0.8 MM. Para el año móvil a jun'11 el flujo libre fue negativo en US\$ 2.4 MM en función de mayores necesidades de capital de trabajo por un aumento en los inventarios, inversiones por US\$ 1 MM y dividendos por US\$ 1.4 MM. Esto se financió con un aumento en la deuda financiera.

Hacia adelante, se prevé un flujo operativo después de capital de trabajo en torno a US\$ 2 MM, mientras que el flujo libre se espera sea negativo para los próximos dos años en función del programa de inversiones por un total de aproximadamente US\$ 3 MM. Las inversiones contemplan la compra de la nueva máquina impresora de envases flexibles e inversiones en el segmento de perfiles con el fin de aumentar la capacidad de producción en ambos negocios y mejorar la eficiencia.

A jun'11 la deuda de la compañía aumentó a US\$ 7.7 MM. Este aumento se encuentra respaldado por una mayor generación de fondos, lo cual le permite mostrar adecuados ratios crediticios (deuda neta/EBITDA de 1.7x, coberturas de intereses con EBITDA de 8.5x). La deuda financiera posee un adecuado perfil de vencimientos en el largo plazo. La deuda de corto plazo se conforma principalmente de préstamos bancarios y prefinanciación de exportaciones, y se encuentra mayormente cubierta con activos líquidos.

La deuda de largo plazo se compone del saldo de las ONs Serie I por US\$ 1.5 MM, las ONs Serie II por US\$ 3 MM emitidas en dic'10 y un préstamo de US\$ 1 MM otorgado por el BBVA a 5 años de plazo. Estas líneas cuentan con amortizaciones anuales y con vencimiento final entre 2013 (ONs Serie 1) y 2016 (ONs Serie 2 y el préstamo bancario).

Los servicios de deuda se consideran manejables: US\$ 1.4 MM de capital e intereses anuales en promedio versus un flujo operativo esperado en torno a US\$ 2 MM. Considerando la política de inversiones y distribución de dividendos de la compañía se espera que mantenga su nivel de apalancamiento actual (deuda/EBITDA en torno a 2x).

Las ONs Serie II comienzan a amortizar capital en dic'12 con cuotas anuales crecientes, y devengan un interés del 5.5%. Se constituyó un Fideicomiso de Garantía que se integra con los créditos que tenga o que pueda tener la compañía 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. 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>Jun-11</u> | <u>2010</u> | <u>2009</u> | <u>2008</u> | <u>2007</u> | <u>2006</u> |
|--|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| Año Móvil | | | | | | |
| Rentabilidad | | | | | | |
| EBITDA Operativo | 3.487 | 2.718 | 2.981 | 2.506 | 1.995 | 1.978 |
| Margen de EBITDA | 11,0 | 9,7 | 10,8 | 7,4 | 6,4 | 7,2 |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) | 15,2 | 20,9 | 27,1 | 17,9 | 12,7 | 19,6 |
| Margen del Flujo de Fondos Libre | (7,5) | 4,0 | 9,9 | (5,9) | (0,3) | 1,8 |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio | 34,9 | 21,0 | 21,2 | 11,1 | 14,5 | 14,5 |
| Coberturas | | | | | | |
| FGO / Intereses Financieros Brutos | 7,4 | 9,6 | 7,9 | 3,6 | 3,6 | 4,0 |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos | 8,5 | 7,2 | 6,1 | 3,6 | 4,0 | 4,1 |
| EBITDA / Servicio de Deuda | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,4 | 0,4 | 0,7 |
| FGO / Cargos Fijos | 7,4 | 9,6 | 7,9 | 3,6 | 3,6 | 4,0 |
| FFL / Servicio de Deuda | (0,6) | 0,5 | 0,9 | (0,2) | 0,1 | 0,3 |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | 0 | 1,6 | 1,1 | 0 | 0,7 | 0,4 |
| FCO / Inversiones de Capital | 0,1 | 2,9 | 4,3 | (0,7) | 0,9 | 1,8 |
| Estructura de Capital y Endeudamiento | | | | | | |
| Deuda Total Ajustada / FGO | 2,6 | 1,7 | 1,3 | 2,9 | 4,4 | 2,3 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 2,2 | 2,2 | 1,7 | 2,9 | 4,0 | 2,2 |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 1,7 | 1,1 | 1,3 | 2,5 | 2,4 | 2,0 |
| Costo de Financiamiento Implícito (%) | 6,8 | 6,8 | 8,0 | 9,1 | 8,1 | 10,5 |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total | 0,3 | 0,4 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| Balance | | | | | | |
| Total Activos | 27.263 | 24.319 | 20.304 | 21.414 | 22.700 | 17.795 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 1.910 | 3.206 | 915 | 1.130 | 3.258 | 262 |
| Deuda Corto Plazo | 2.683 | 2.606 | 3.237 | 4.948 | 5.057 | 2.536 |
| Deuda Largo Plazo | 5.042 | 3.505 | 1.696 | 2.352 | 2.995 | 1.777 |
| Deuda Total | 7.725 | 6.111 | 4.933 | 7.300 | 8.052 | 4.313 |
| Deuda asimilable al Patrimonio | | | | | | |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 7.725 | 6.111 | 4.933 | 7.300 | 8.052 | 4.313 |
| Deuda Fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 7.725 | 6.111 | 4.933 | 7.300 | 8.052 | 4.313 |
| Total Patrimonio | 12.225 | 11.361 | 9.345 | 6.608 | 6.266 | 5.418 |
| Total Capital Ajustado | 19.950 | 17.472 | 14.278 | 13.908 | 14.318 | 9.731 |
| Flujo de Caja | | | | | | |
| Flujo generado por las Operaciones (FGO) | 2.616 | 3.267 | 3.384 | 1.792 | 1.323 | 1.433 |
| Variación del Capital de Trabajo | (2.520) | (339) | 534 | (2.489) | (754) | (253) |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | 96 | 2.928 | 3.918 | (697) | 569 | 1.180 |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inversiones de Capital | (1.030) | (1.000) | (903) | (1.050) | (655) | (668) |
| Dividendos | (1.427) | (818) | (296) | (259) | (2) | (11) |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | (2.361) | 1.110 | 2.719 | (2.006) | (88) | 501 |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | (614) | 0 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| Otras Inversiones, Neto | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Variación Neta de Deuda | 3.434 | 1.181 | (2.339) | (750) | 3.085 | (509) |
| Variación Neta del Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros (Inversión y Financiación) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Variación de Caja | 459 | 2.291 | 413 | (2.756) | 2.997 | (8) |
| Estado de Resultados | | | | | | |
| Ventas Netas | 31.616 | 28.064 | 27.574 | 33.815 | 31.204 | 27.489 |
| Variación de Ventas (%) | 10,8 | 1,8 | (18,5) | 8,4 | 13,5 | 29,9 |
| EBIT Operativo | 2.641 | 1.872 | 2.213 | 1.782 | 1.250 | 1.310 |
| Intereses Financieros Brutos | 409 | 378 | 488 | 695 | 501 | 479 |
| Resultado Neto | 3.685 | 2.175 | 1.689 | 712 | 848 | 753 |

Anexo II. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas, disponible en www.fitchratings.com
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
 - EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
 - 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 se está destinado a 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 30 de noviembre 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. Balances trimestrales hasta el 30/06/2011.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto de emisión de las Obligaciones Negociables.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, 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.

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, o 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.