

Aluminios del Uruguay S.A.

Informe de actualización

Calificaciones

Nacional

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

BBB+
(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	31/12/11	31/12/10
Total Activos (\$ miles)	27.733	24.319
Total Deuda Financiera (\$ miles)	7.860	6.111
Ingresos (\$ miles)	34.847	28.064
EBITDA (\$ miles)	3.433	2.718
EBITDA (%)	9.9%	9.7%
Deuda/ EBITDA	2.3	2.2
EBITDA/ intereses	8.8	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 el 40% 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 desde 2011 desarrolló proveedores de otras regiones (Dubai, Malasia) obteniendo precios competitivos. 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 mostró una tendencia creciente en los últimos años, previéndose una desaceleración en las tasas de crecimiento en 2012. Uno de los principales destinos de sus exportaciones es Brasil, país que muestra sólidos fundamentos económicos. Las exportaciones a Argentina (10% de las ventas) podrían verse afectadas por las restricciones impuestas por dicho país.

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 registró ratios de deuda/EBITDA de 2.3x y coberturas de intereses de 8.8x a dic'11. La deuda aumentó a raíz de la emisión de ONs por US\$ 3 MM en dic'10 y un aumento en la deuda de corto plazo. El EBITDA ascendió a US\$ 3.4 MM en 2011 producto de la recuperación del volumen, mayores precios promedio, y la mejora en la rentabilidad del negocio de envases flexibles, el cual presentó un EBITDA positivo.

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Aumento en la generación de fondos: La calificación de Aluminios del Uruguay podría subir en función de una recuperación en el volumen de ventas y aumento en la generación de fondos producto de las inversiones realizadas, conjuntamente con el sostenimiento de los márgenes y un adecuado apalancamiento. Fitch espera que la compañía mantenga una relación deuda/EBITDA de entre 2 y 2.5x, y un flujo de fondos operativo que alcance a cubrir sus inversiones de capital.

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

Liquidez y Estructura de deuda

Adecuada estructura de capital: A dic'11 la deuda financiera aumentó a US\$ 7.9 MM desde US\$ 6.1 MM a dic'10. Este aumento se destinó a financiar: mayores necesidades de capital de trabajo producto de un aumento en inventarios (explicado en parte por una huelga gremial), inversiones y dividendos. La deuda de corto plazo representaba el 50% de la deuda total y está cubierta en un 60% con activos líquidos. La compañía está extendiendo parte de su deuda bancaria en el largo plazo. En 2012 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).

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Aluminios del Uruguay S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	3.433	2.718	2.981	2.506	1.995
Margen de EBITDA	9,9	9,7	10,8	7,4	6,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,1	20,7	27,1	17,9	12,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	(9,0)	4,0	9,9	(5,9)	(0,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	13,6	21,0	21,2	11,1	14,5
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,9	10,2	7,9	3,6	3,6
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	8,8	7,7	6,1	3,6	4,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,8	0,9	0,8	0,4	0,4
FGO / Cargos Fijos	5,9	10,2	7,9	3,6	3,6
FFL / Servicio de Deuda	(0,6)	0,5	0,9	(0,2)	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,2)	1,6	1,1	0	0,7
FCO / Inversiones de Capital	(0,7)	2,9	4,3	(0,7)	0,9
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,4	1,7	1,3	2,9	4,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,3	2,2	1,7	2,9	4,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,8	1,1	1,3	2,5	2,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,6	6,4	8,0	9,1	8,1
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,5	0,4	0,7	0,7	0,6
Balance					
Total Activos	27.733	24.319	20.304	21.414	22.700
Caja e Inversiones Corrientes	1.803	3.206	915	1.130	3.258
Deuda Corto Plazo	3.933	2.606	3.237	4.948	5.057
Deuda Largo Plazo	3.927	3.505	1.696	2.352	2.995
Deuda Total	7.860	6.111	4.933	7.300	8.052
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0			
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	7.860	6.111	4.933	7.300	8.052
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	7.860	6.111	4.933	7.300	8.052
Total Patrimonio	11.325	11.361	9.345	6.608	6.266
Total Capital Ajustado	19.185	17.472	14.278	13.908	14.318
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.929	3.270	3.384	1.792	1.323
Variación del Capital de Trabajo	(2.618)	(339)	534	(2.489)	(754)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(689)	2.931	3.918	(697)	569
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(929)	(1.000)	(903)	(1.050)	(655)
Dividendos	(1.524)	(818)	(296)	(259)	(2)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(3.142)	1.113	2.719	(2.006)	(88)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	33	0	0
Otras Inversiones, Neto	(587)	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	1.739	1.181	(2.339)	(750)	3.085
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(1.990)	2.294	413	(2.756)	2.997
Estado de Resultados					
Ventas Netas	34.847	28.064	27.574	33.815	31.204
Variación de Ventas (%)	24,2	1,8	(18,5)	8,4	13,5
EBIT Operativo	2.588	1.872	2.213	1.782	1.250
Intereses Financieros Brutos	392	355	488	695	501
Resultado Neto	1.539	2.178	1.689	712	848

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 27 de abril de 2012 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 31/12/2011.
- 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 © 2012 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.