

Aluminios del Uruguay S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor
ON Serie 3 por hasta
USD 5 millones.

BBB+(uy)
BBB+(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Aluminios del Uruguay S.A.

Resumen Financiero

Consolidado	31/12/2018	31/12/2017
(USD miles)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	28.593	28.998
Deuda Financiera	5.724	5.730
Ingresos	33.687	36.094
EBITDA	1.625	2.377
EBITDA (%)	4,8	6,6
Deuda Total / EBITDA	3,5	2,4
Deuda Neta Total / EBITDA	3,4	2,0
EBITDA / Intereses	4,4	6,4

FIX: FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO S.A.

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analista Primario

Pablo Cianni
Director Asociado
+54.11.5235.8146
pablo.cianni@fixscr.com

Analista Secundario

Gabriela Curutchet
Director Asociado
+54.11.5235.8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
Director Senior
+54.11.5235.8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Consolidación del Liderazgo Local: Luego de un 2018 de fuertes desafíos, Aluminios del Uruguay consolidó su posicionamiento como jugador local de perfiles de aluminio. La persistencia de elevada competencia de importaciones y una constante presión de costos salariales provocó la salida del mercado de otros productores locales. Aun con 42% de participación de mercado en perfiles, la rotura del cilindro de la prensa de extrusión y las paradas de planta relacionadas determinaron un EBITDA de USD 1,6 millones, menor a años anteriores USD 2,3 millones en 2017 y USD 4,0 millones en 2016. Entre las principales acciones del 2018 se destacan el plan de reducción de costos, factor fundamental para navegar el 2019.

Aumento de Inversiones de Capital y Menor Flexibilidad: Tras los eventos de rotura y reparación del cilindro de la prensa de extrusión sufridos en feb'18 y nov'18, la compañía planea su reemplazo lo antes posible, hecho que no ocurrirá antes de fines de 2019. La inversión total para 2019 se eleva a USD 800 mil, monto manejable para los niveles de generación de fondos de la compañía. La endeble situación en su principal activo eleva el riesgo operativo, aun cuando la compañía ha tomado una serie de medidas para mitigar posibles mermas y abastecer la demanda. Entre ellas, la tercerización de la producción con índices elevados de confiabilidad en plantas en Brasil que podrían reemplazar mermas en la producción local.

Volatilidad de Resultados: Si bien el liderazgo en el mercado local ha permitido históricamente un efectivo traspaso de mayores costos a precios, Aluminios posee una alta dependencia de los precios del aluminio. A ello se suma la ciclicidad propia de las industrias a las cuales abastece, fundamentalmente construcción. El año 2018 el PBI de Uruguay mostró una tasa de crecimiento del 0,5% y se espera un crecimiento nulo para 2019 con precios de aluminio de largo plazo entorno a niveles actuales. Ante la coyuntura local, FIX pondera positivamente las acciones y estrategia tomada por la compañía de enfocarse en los productos de mayor rentabilidad y la efectiva reducción de costos para mitigar la volatilidad en los resultados.

Sensibilidad de la Calificación

Entre los factores que podrían provocar una acción de calificación negativa se encuentran:

- retraso en la reparación del cilindro de la prensa de extrusión,
- persistencia en la caída de los niveles de demanda o incapacidad de traslado del costo a precios que derive en el debilitamiento de márgenes,
- generación sostenida de flujo libre negativo,
- incapacidad de retornar a niveles de apalancamiento menores a 3.5x.

Por su parte, los factores que podrían derivar en una acción de calificación positiva son:

- consolidación de la posición competitiva con un incremento sostenido en volúmenes de ventas que se traduzcan en márgenes de EBITDA superiores a 9.5% de manera consistente,
- Capacidad de rentabilizar el negocio de envases flexibles con una contribución positiva a la diversificación de productos y generación de flujo de caja de la compañía,
- generación consistente de flujo de fondos libre (FFL) positivo con márgenes mínimo de 3.0%

Liquidez y Estructura de Capital

Moderado apalancamiento: A pesar de los varios desafíos enfrentados durante 2018, la compañía ha manejado prudentemente su salud financiera, que se espera continúe en 2019, manteniendo un endeudamiento en niveles esperables entorno 3.5x Deuda / EBITDA con holgadas coberturas mayores a 4x. FIX considera que durante el año 2019 los niveles de deuda podrían

aumentar levemente para financiar un flujo de caja libre negativo pero aun así considera que los indicadores crediticios se mantendrían en niveles manejables.

Perfil del negocio

Aluminios del Uruguay es la compañía líder de producción y venta de perfiles de aluminio en el mercado uruguayo, la cual explica la totalidad de la generación operativa de fondos. Además, la compañía produce envases flexibles que, si bien contribuyen a diversificar el portafolio de productos, en los últimos dos años ha mostrado una rentabilidad negativa como consecuencia de encontrarse en una etapa inicial de desarrollo. Si bien, su fortaleza reside en su liderazgo como proveedor de perfiles de alta calidad en Uruguay, Aluminios del Uruguay también exporta sus productos a países del Mercosur. En 2018, alrededor del 78% de los ingresos se originaron en el mercado local y el resto proviene de exportaciones. Por su parte, las ventas en toneladas se distribuyen en alrededor de un 75% en el mercado local y un 25% en exportaciones, dependiendo del dinamismo de la demanda local y los niveles de producción de la compañía.

La compañía cuenta con una importante trayectoria de operaciones. 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.

Operaciones

Perfiles de aluminio

El segmento de perfiles de aluminio en los últimos dos años es el que aportó 100% del EBITDA de la compañía generando una rentabilidad positiva promedio de 13,2% de margen de EBITDA. Los perfiles de aluminio 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.

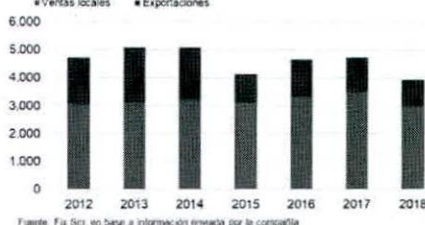
La compañía es el principal jugador del mercado local, con una fuerte competencia por precio de importaciones. La ventaja de Aluminios del Uruguay, que se manifestó durante las adversas condiciones coyunturales de 2018, proviene de la confiabilidad de sus productos, los servicios y canales de distribución diferenciales frente a las importaciones.

Sus clientes se encuentran atomizados, compuestos en su mayoría por carpinteros metálicos. Las exportaciones se destinan a Brasil y a partir de 2016 la compañía retomó las ventas al mercado argentino. 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.

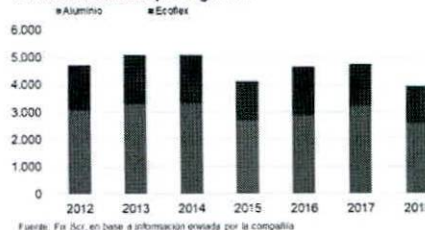
Envases flexibles – Ecoflex

LA compañía ha desarrollado esta unidad de negocios como actividad complementaria con productos tales como foil de aluminio y filmes plásticos. Los productos se destinan a los sectores de alimentos, bebidas, farmacéutico e industria tabacalera. Este segmento se caracteriza por contar con clientes con un fuerte poder de negociación. La compañía es líder en el mercado local de laminados con foil de aluminio, con excepción del sector alimenticio en el cual enfrenta una mayor competencia. Además, en 2018 exportó el 30% de las ventas de este segmento, similar al promedio de los últimos nueve años.

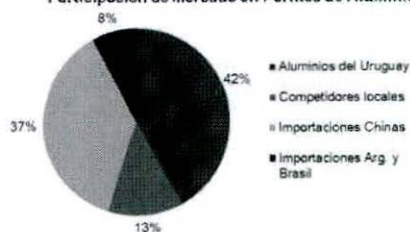
Ventas en toneladas por mercado



Ventas en toneladas por segmento



Participación de mercado en Perfiles de Aluminio



Brasil, con muy poca actividad en el presente, ofrece productos a precios muy competitivos, por lo que se perdió participación en el primer semestre. Luego, para el segundo semestre, logró estabilizarse. No obstante, el segmento creció en las exportaciones, principalmente en Paraguay y, en menor medida, en Argentina, con los productos de embalaje interno para paquetes de cigarrillos y embalaje farmacéutico.

El segmento de Ecoflex - Envases flexibles - presentó una rentabilidad negativa de margen de EBITDA del segmento durante el 2017 y 2018 del 5,5% y 8,8% respectivamente. Esto se debe principalmente a la baja escala, ya que cuenta con una fábrica preparada para un mayor volumen. Se lograron reducir costos a tal punto que en el primer trimestre del 2019 el segmento no arroja pérdida. FIX espera que un aumento de los volúmenes hasta los niveles históricos permita una recuperación gradual de los márgenes.

Posición competitiva

Aluminios del Uruguay es la compañía líder de producción y venta de perfiles de aluminio en el mercado uruguayo con una participación del 42% en 2018. A su vez, exporta sus productos principalmente a países del Mercosur. En 2018, alrededor del 78% de los ingresos se originaron en el mercado local y el resto proviene de exportaciones.

En el mercado Ecoflex la compañía poseía históricamente aprox. el 30% del mercado. Hacia fines de 2015 dos de los cuatro participantes decidieron salir del mercado, quedando actualmente dos competidores locales.

Estrategia del management

El año 2019 será un año de transición donde la compañía continuara sufriendo la presión sobre sus costos de las presiones salariales en Uruguay, la volatilidad del peso conjuntamente con una demanda deprimida.

Contribuyendo a transitar el año 2019, como factor fundamental, FIX considera el plan de reducción de costos iniciado en los últimos 18 meses, fundamentalmente la reducción de costos de energía y la mayor eficiencia en el uso de materiales y reducción de desperdicios. Para lograrlo, la compañía redujo el personal de 230 personas en 2017 a 190 en la actualidad. Ofrecieron el retiro voluntario a algunos empleados y no reponen los empleados que se van. Si bien, se estresó el sistema, lograron bajar los costos de personal en USD 1,0 millón (19% menos que en 2017). Respecto del costo de energía, el mismo se redujo en USD 400 mil (30% menos que en 2017).

Para el año 2019 se prevén inversiones por USD 800 mil. En las mismas se incluye un nuevo cilindro para la prensa de extrusión. Adicionalmente, se prevé un aumento de inventarios de USD 600 mil, focalizado en el stock de perfiles para la venta. El mismo responde a un nuevo plan de contingencia relacionado con las roturas de la prensa de extrusión durante el ejercicio 2018. El importe del incremento de stock de perfiles es mayor pero se contrapesa con un stock excesivo de barros para extruir a diciembre'18.

FIX considera que existe un riesgo operacional derivado de la rotura del cilindro, que es manejable por la tercerización parcial de su producción en tanto se logre reemplazar el actual. Con todo, el endeudamiento podría aumentar levemente por estos factores específicos pero sin alterar la calidad crediticia de la compañía.

Factores de riesgo

- *Volatilidad en el precio de insumos impactan en el corto plazo en márgenes operacionales.* La compañía importa el aluminio primario desde Argentina, Brasil y otras regiones (Dubai). El costo del aluminio está sujeto a las variaciones de los precios

internacionales. Existe un retraso en el traslado a precios de los cambios en el costo del aluminio. El riesgo del sector considera la variación de los precios internacionales del aluminio, dado que la compañía es importadora de los lingotes y barros de aluminio a los cuales realiza un proceso de transformación para lograr sus productos terminados. Los precios a nivel mundial del aluminio se indican en la Bolsa de Metales de Londres (LME) y constituyen la base para los cálculos de los precios de muchas empresas procesadoras de aluminio. El LME no sólo refleja la oferta y la demanda, sino las expectativas de precio del sector financiero. En los últimos años el precio del aluminio ha mostrado una alta volatilidad. Con una tendencia a la baja llegando a niveles cercanos a USD 1.400 la tonelada a fines de 2015 para luego mostrar una recuperación gradual del precio desde principios de 2016, llegando a valores por encima de USD 2.500 la tonelada en abril 2018 para luego volver a bajar gradualmente hasta llegar a USD 1.900 la tonelada en la actualidad. Se espera que en el corto y mediano plazo los precios se mantengan entre USD/ton 1.900 y USD/ton 2.100. FIX monitoreará el impacto que el precio del aluminio y otras variables pueda tener en los márgenes de la compañía aun cuando históricamente la misma ha sido capaz de traspasar los mayores costos a los precios finales.

- *Demanda cíclica.* sujeta principalmente a la actividad de la construcción en Uruguay y, en menor medida, a la industria automotriz pesada, y a la situación de los países limítrofes Brasil y Argentina. El negocio de construcción en Uruguay mostró una tendencia decreciente en los últimos cinco años, por lo que los volúmenes de venta de perfiles en el mercado local se contrajeron un 10%. El Índice Líder de la Actividad de la Industria de la Construcción (ILIC) elaborado por el Centro de Estudios Económicos de la Industria de la Construcción (Noviembre 2018) indica que se mantiene el diagnóstico de estancamiento de la actividad de la construcción en 2018 y 2019.
- *Volatilidad en el mercado cambiario.* La compañía también está expuesta a la situación económica y a las fluctuaciones en el tipo de cambio de los países destino de sus exportaciones. Si bien las exportaciones a Argentina y Brasil se habían recuperado desde 2016, con una suba promedio del 10% en toneladas, desde mayo '18 la fuerte devaluación de la moneda en ambos países volvió a reducirlas.
- *Incipiente desarrollo de envases flexibles con rentabilidad negativa.* Negocio de envases flexibles con márgenes bajos y clientes con fuerte poder de negociación.
- Elevados niveles de competencia de importaciones que persiste. Los servicios ofrecidos por Aluminios del Uruguay, su red de distribución y la mayor confiabilidad de sus productos permiten mantener y consolida su posición en perfiles.

Perfil financiero

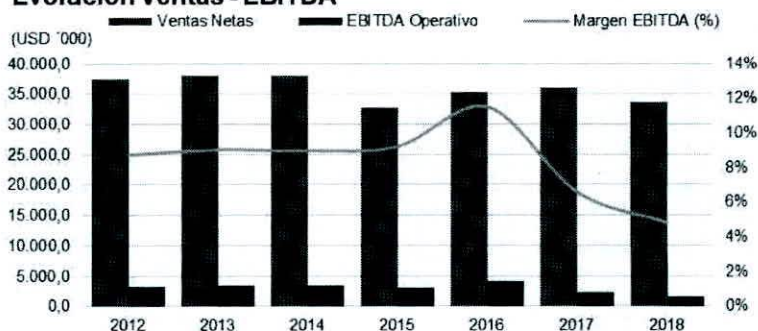
Rentabilidad

En el ejercicio 2018 las ventas cayeron un 6,7% nominalmente con respecto al ejercicio anterior registrándose el menor volumen de ventas de los últimos 7 años con 3954 Toneladas. El volumen de ventas de los perfiles de aluminio en el mercado local disminuyó un 14% y las exportaciones un 44%, mientras que las ventas de flexibles disminuyeron en el mercado local un 15% y las exportaciones se mantuvieron estables. Esto se debe parcialmente a que la compañía en 2018 tuvo que afrontar la rotura del cilindro de la prensa de extrusión, que se produjo en el mes de enero provocando que la planta quede parada un mes. Luego se rompió nuevamente en noviembre por lo que se volvió a parar la planta otro mes. Esto produjo que se perdiera participación en el mercado,

principalmente en el mercado de exportación. En este sentido, la compañía ha tomado una serie de medidas para mitigar posibles mermas y abastecer la demanda, entre ellas, la tercerización de la producción con índices elevados de confiabilidad en plantas en Brasil que podrían reemplazar mermas en la producción local hasta comprar el cilindro que necesitan reponer a finales de 2019.

En los últimos años el precio internacional de aluminio fue recuperándose, hasta alcanzar los USD 2.500 por tonelada en abril 2018, para luego volver a bajar gradualmente hasta llegar a USD 1.900 en la actualidad. La compañía no trasladó al mismo ritmo la disminución de los costos de materia prima a los precios de venta lo cual impactó positivamente en la rentabilidad y mitiga parcialmente la caída en las ventas. Adicionalmente, se destaca una disminución en los otros costos relevantes, tales como mano de obra y energía, que se redujeron en un 19% y 30% respectivamente. Todo esto generó un EBITDA de USD 1,6 millones, logrando márgenes de 4,8%, por debajo del promedio histórico del 9% y EBITDA comparables en 2017 de USD 2.3 Millones y USD 4 millones en 2016. FIX espera una normalización gradual en 2020 con la puesta en marcha del cilindro, asumiendo que la compañía ha logrado consolidar su posición en el mercado local.

Evolución Ventas - EBITDA



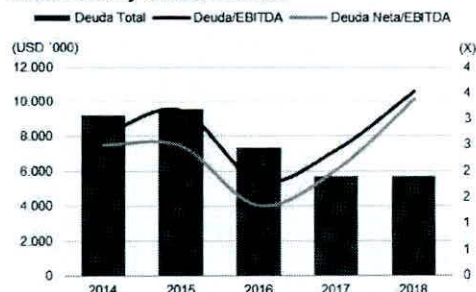
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

El flujo generado por las operaciones de la compañía se encontró por debajo del promedio histórico, en 2018 fue de USD 1,2 millones, mientras que el promedio ronda los USD 2,7 millones. El capital de trabajo no mostró variaciones significativas, lo que generó un flujo de caja operativo de USD 1,4 millones. Para el año 2019, la compañía planea inversiones por USD 800 mil. En las mismas se incluye un nuevo cilindro para la prensa de extrusión. Adicionalmente, se prevé un aumento de inventarios de USD 600 mil, focalizado perfiles para la venta.

En 2018 se distribuyeron dividendos por USD 600 mil. El flujo de fondos libres del 2018 fue de USD 0,5 millones. FIX espera que en el próximo año el flujo libre sea negativo, debido a las inversiones que la compañía tiene planeadas y a distribución de dividendos, para luego retornar a FFL positivo sin inversiones tan agresivas, más cercanas al 1% sobre las ventas, y producto de una recuperación gradual de las ventas sin paradas de planta.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

La compañía presenta una adecuada estructura de capital. A diciembre'18 la deuda era de USD 5,7 millones, similar al año anterior, compuesta por préstamos bancarios y obligaciones negociables. El 33% corresponde a deuda de corto plazo (USD 1,9 millones). El riesgo de refinanciación se considera acotado dado el amplio acceso de la compañía a los mercados de deuda.

El nivel de apalancamiento es considerado adecuado. A diciembre'18 la compañía poseía una relación deuda con EBITDA de 3,5x y deuda neta con EBITDA de 3,4x. Las coberturas de intereses con EBITDA son consideradas adecuadas, con ratio de 4,4x.

A diciembre'18 la compañía presentó una débil posición de liquidez. La posición de caja y equivalentes era de U\$S 0,2 millones y cubría solo el 13% de sus vencimientos financieros de corto plazo por U\$S 1,9 millones.

Liquidez - Aluminios del Uruguay S.A.

USD '000	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA Operativo	3.273	3.435	3.410	3.022	4.056	2.377	1.625
Caja e Inversiones Corrientes	638	2.417	675	2.056	1.886	911	239
Deuda Corto Plazo	2.691	4.457	4.591	2.231	1.647	1.782	1.880
Deuda Largo Plazo	3.829	5.818	4.636	7.331	5.690	3.948	3.844

Fondeo y flexibilidad financiera (acceso a los mercados de capitales y financieros, bonos, préstamos bancarios y acciones).

La compañía cuenta con cierta experiencia en el mercado de capitales de Uruguay. Es una sociedad abierta que cotiza sus acciones en la Bolsa de Valores de Montevideo desde 1944, aunque con una liquidez mínima. Asimismo colocó tres series de ON: Serie 1 por USD 2,8 millones a 6 años de plazo en dic'07, Serie 2 por USD 3,0 millones a 6 años de plazo en dic'10, y Serie 3 por USD 5,0 millones a 6 años en septiembre 2015. Las tres series poseían un esquema de garantías a través de cesión de créditos. A su vez, la compañía cuenta con acceso a préstamos bancarios de corto y largo plazo (BBVA y Santander). En el primer trimestre del 2018 la compañía obtuvo un préstamo bancario por USD 2,0 millones a 5 años con una tasa fija del 4,6%.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Aluminios del Uruguay S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Periodo

	NIF 2018 12 meses	NIF 2017 12 meses	NIF 2016 12 meses	NIF 2015 12 meses	NIF 2014 12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	1.625	2.377	4.056	3.022	3.410
Margen de EBITDA	4,8	6,6	11,5	9,2	9,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	7,5	9,1	15,7	13,2	17,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,6	1,4	5,8	3,2	(1,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(4,7)	4,6	11,6	4,0	10,3
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,2	5,3	7,5	6,3	8,6
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	4,4	6,4	8,2	5,8	6,9
EBITDA / Servicio de Deuda	0,7	1,1	1,9	1,1	0,7
FGO / Cargos Fijos	4,2	5,3	7,5	6,3	8,6
FFL / Servicio de Deuda	0,4	0,4	1,2	0,6	(0,0)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,5	0,8	2,1	1,3	0,1
FCO / Inversiones de Capital	5,6	3,7	5,7	6,5	1,1
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,7	2,9	2,0	2,9	2,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,5	2,4	1,8	3,2	2,7
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,4	2,0	1,3	2,5	2,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,4	5,7	5,9	5,5	5,1
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	32,8	31,1	22,4	23,3	49,8
Balance					
Total Activos	28.593	28.998	31.488	32.784	33.831
Caja e Inversiones Corrientes	239	911	1.886	2.056	675
Deuda Corto Plazo	1.880	1.782	1.647	2.231	4.591
Deuda Largo Plazo	3.844	3.948	5.690	7.331	4.636
Deuda Total	5.724	5.730	7.337	9.562	9.227
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.724	5.730	7.337	9.562	9.227
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.724	5.730	7.337	9.562	9.227
Total Patrimonio	14.942	16.323	16.279	15.401	15.780
Total Capital Ajustado	20.666	22.053	23.616	24.963	25.007
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.185	1.624	3.224	2.769	3.763
Variación del Capital de Trabajo	203	(1)	412	(56)	(2.623)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.388	1.623	3.637	2.713	1.140
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(249)	(440)	(634)	(418)	(1.060)
Dividendos	(586)	(694)	(949)	(1.252)	(781)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	552	489	2.053	1.043	(701)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	20
Otras Inversiones, Neto	(1.145)	218	0	0	506
Variación Neta de Deuda	(14)	(1.606)	(2.224)	337	(1.035)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(73)	(76)	0	0	(32)
Variación de Caja	(680)	(975)	(170)	1.380	(1.242)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	33.687	36.094	35.253	32.767	38.003
Variación de Ventas (%)	(6,7)	2,4	7,6	(13,8)	(0,1)
EBIT Operativo	561	1.220	2.964	1.726	2.230
Intereses Financieros Brutos	368	374	495	519	494
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(733)	749	1.831	625	1.466

Anexo II. Glosario

- 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

Acciones (emisor)

El capital contractual al 31 de diciembre de 2017 es Pesos Uruguayos 100.000.000. Las acciones en circulación son 500.000.000 de un valor nominal de Pesos Uruguayos 0,10 cada una (500.000.000 al 31 de diciembre de 2017). Los tenedores de acciones ordinarias tienen derecho a recibir dividendos tal como se declaren oportunamente, y tienen derecho a un voto por acción en la Asamblea de Accionistas de Aluminios del Uruguay S.A.

De acuerdo a la metodología de FIX SCR Uruguay, la calificación de acciones de un emisor se expresa como la calificación de emisor.

Obligación Negociable serie 3

Monto Autorizado:	US\$ 5 MM
Monto Emisión:	US\$ 5 MM
Moneda de Emisión:	Dólares Estadounidense
Fecha de Emisión:	23 de septiembre 2015
Fecha de Vencimiento:	23 de septiembre 2021
Amortización de Capital:	En 5 cuotas, la primera por el 10% del capital a los 24 meses de emisión, la segunda por el 15% del capital a los 36 meses, la tercera por el 25% a los 48 meses, la cuarta por el 25% a los 60 meses y el resto al vencer la emisión
Intereses:	Tasa fija de 4,5% anual
Cronograma de Pago de Intereses:	Pagos trimestrales
Destino de los fondos:	Optimizar la eficiencia de la estructura de costos de fabricación a través de la reducción de costos de energía sustituyendo fuentes y eliminando desperdicios; a través de la reducción del costo laboral incorporando tecnologías a distintos procesos y por reducción de costos por desperdicios de materias primas. Asimismo el objeto es mantener la estructura de capital y financiera que se extiende desde hace años, para mantener la política de inversiones anuales y la gestión de la empresa.
Garantías:	Se constituyó un Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago que se integrará con los créditos actuales y futuros que tenga o pueda tener el Emisor contra los clientes que figuran en el Anexo IV del Contrato de Cesión de Créditos; a efectos de garantizar y pagar, en su oportunidad y según corresponda, tanto el capital como los intereses de las Obligaciones Negociables Serie 3.
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	Ley aplicable: Ley de la República Oriental del Uruguay

Anexo IV. Dictamen de calificación.

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **Fix Scr Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, reunido el 29 de abril de 2019 confirmó la **Categoría BBB+(uy)** a la calificación de emisor de Aluminios del Uruguay S.A. y a las obligaciones serie 3 por hasta USD 5 millones.

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 calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

Fuentes:

- Balances anuales al 31/12/18.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Prospecto de emisión de las Obligaciones Negociables.

Adicionalmente información de gestión suministrada por la compañía.

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

[Firma]
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

[Firma]
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

[Firma]
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación,

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA 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 (www.fixscr.com)

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 calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 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 FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 confirmó 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A estuvieron involucrados en el mismo 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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 URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO 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. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.