

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	
	31/03/11	31/12/10
Total Activos (\$ miles)	24.814	24.319
Total Deuda Financiera (\$ miles)	5.570	6.111
Ingresos (\$ miles)	29.739	28.064
EBITDA (\$ miles)	3.327	2.718
EBITDA (%)	11.2%	9.7%
Deuda/ EBITDA	1.7	2.2
EBITDA/ intereses	8.5	7.2

Informes relacionados

[Corporate Rating Methodology, Julio 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, a la vez que se observa una evolución positiva de la economía brasileña, uno de los principales destinos de sus exportaciones.

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\$ 3.3 MM para el año móvil a mar'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 el negocio de envases flexibles, y obtuvo un margen de EBITDA en el segmento del 5% en el primer trimestre de 2011. El segmento de perfiles, principal negocio, también mostró un crecimiento en márgenes y 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\$ 1.3 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>Mar-11</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>
	Año Móvil					
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	3.327	2.718	2.981	2.506	1.995	1.978
Margen de EBITDA	11,2	9,7	10,8	7,4	6,4	7,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	24,5	20,9	27,1	17,9	12,7	19,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(1,0)	4,0	9,9	(5,9)	(0,3)	1,8
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	24,9	21,0	21,2	11,1	14,5	14,5
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	11,0	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	1,7	0,9	0,8	0,4	0,4	0,7
FGO / Cargos Fijos	11,0	9,6	7,9	3,6	3,6	4,0
FFL / Servicio de Deuda	0	0,5	0,9	(0,2)	0,1	0,3
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,0	1,6	1,1	0	0,7	0,4
FCO / Inversiones de Capital	1,5	2,9	4,3	(0,7)	0,9	1,8
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,3	1,7	1,3	2,9	4,4	2,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,7	2,2	1,7	2,9	4,0	2,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	1,1	1,3	2,5	2,4	2,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,5	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	24.814	24.319	20.304	21.414	22.700	17.795
Caja e Inversiones Corrientes	1.866	3.206	915	1.130	3.258	262
Deuda Corto Plazo	1.616	2.606	3.237	4.948	5.057	2.536
Deuda Largo Plazo	3.954	3.505	1.696	2.352	2.995	1.777
Deuda Total	5.570	6.111	4.933	7.300	8.052	4.313
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.570	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	5.570	6.111	4.933	7.300	8.052	4.313
Total Patrimonio	11.957	11.361	9.345	6.608	6.266	5.418
Total Capital Ajustado	17.527	17.472	14.278	13.908	14.318	9.731
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	3.902	3.267	3.384	1.792	1.323	1.433
Variación del Capital de Trabajo	(2.310)	(339)	534	(2.489)	(754)	(253)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.592	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	(1.073)	(1.000)	(903)	(1.050)	(655)	(668)
Dividendos	(817)	(818)	(296)	(259)	(2)	(11)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(298)	1.110	2.719	(2.006)	(88)	501
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	33	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	629	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	331	2.291	413	(2.756)	2.997	(8)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	29.739	28.064	27.574	33.815	31.204	27.489
Variación de Ventas (%)	5,9	1,8	(18,5)	8,4	13,5	29,9
EBIT Operativo	2.482	1.872	2.213	1.782	1.250	1.310
Intereses Financieros Brutos	392	378	488	695	501	479
Resultado Neto	2.665	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 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 30 de agosto 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 31/03/2011.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto de emisión 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. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS 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 INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLITICAS 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.