

Aluminios del Uruguay S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor BBB+(uy)
 ON Serie 3 por hasta BBB+(uy)
 USD 5 millones.

Perspectiva
 Estable

Resumen Financiero

Consolidado	31/12/2019	31/12/2018
(USD miles)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	28.340	28.593
Deuda Financiera	3.932	5.724
Ingresos	34.931	33.687
EBITDA	3.027	1.625
EBITDA (%)	8,7	4,8
Deuda Total / EBITDA	1,3	3,5
Deuda Neta Total / EBITDA	1,2	3,4
EBITDA / Intereses	9,9	4,4

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 Minguillón
 Director Senior
 +54.11.5235.8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Perspectiva Estable: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) - en adelante FIX - mantiene la Perspectiva Estable de Aluminios del Uruguay S.A., debido a que en un contexto debilitado como el actual, con caídas generalizadas en la mayoría de los sectores por los efectos del COVID-19, la compañía no tendría un impacto significativo en sus métricas crediticias: a dic'19 tenía un ratio deuda/EBITDA de 1,3x y cobertura de intereses con EBITDA de 9,9x, y en opinión de FIX terminaría 2020 con ratios de 1,9x y 9x respectivamente. Aluminios vende en el segmento de envases flexibles a industrias esenciales como la farmacéutica y la alimenticia, con demandas estables. En el segmento de perfiles, que abastece principalmente a la construcción, FIX espera una caída del nivel de actividad, pero la misma estaría mitigada por el respaldo del nuevo gobierno a esta industria, que le daría cierto impulso tras 5 años consecutivos de caída. En un escenario hipotético para 2020, con una caída del orden del 15% en las ventas de perfiles y del 5% en las de envases flexibles, FIX estima que el EBITDA de la compañía caería de USD 3 MM en 2019 a USD 2,2 MM en 2020, y el margen EBITDA se reduciría del 8,7% en 2019 a valores cercanos al 7% en 2020.

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 que en el último año fue del 42%. La persistencia de una elevada competencia de importaciones, principalmente proveniente de China, y una constante presión de costos salariales provocó la reducción de la producción de otros productores. Adicionalmente la compañía exporta alrededor del 29% de su producción, tras un fuerte crecimiento en 2019. Las exportaciones a Paraguay pueden mitigar parcialmente una probable caída de las ventas a Brasil y Argentina en 2020, tras las fuertes devaluaciones de estos países en comparación a la que se produjo en Uruguay.

Riesgo operativo y volatilidad de márgenes: Históricamente el precio de la materia prima ha sido volátil y los cambios en dichos precios demoran en ser traspasados a los precios de venta produciendo variaciones en los márgenes. En los últimos años el precio del aluminio ha mostrado una alta volatilidad, llegando a valores de USD/ton 2.500 en abr'18 para luego bajar hasta llegar a USD/ton 1.500, en la actualidad. FIX espera que en el corto / mediano plazo los precios se mantengan entre USD/ton 1.450 y USD/ton 1.600, producto de la sobreoferta mundial y una débil demanda, que se deterioró aún más por efecto de la pandemia. Adicionalmente, la concentración de la producción en una única planta implica riesgos operativos, dado que roturas severas o desperfectos técnicos podrían provocar sobrecostos e impactar los márgenes de rentabilidad.

Sensibilidad de la Calificación

Una prolongación en el tiempo o en la profundidad del deteriorado entorno operativo, que impacte en los márgenes de rentabilidad, o un aumento en el endeudamiento sin flujo asociado, podrían afectar negativamente la calificación. FIX no prevé una mejora de calificación en el corto plazo, pero conseguir una estabilidad en los márgenes, con una generación de fondos libres positivos y un conservador nivel de apalancamiento de manera sostenida, sería positivo para el crédito.

Liquidez y Estructura de Capital

Moderado apalancamiento y flexibilidad financiera: La compañía mantiene índices moderados de endeudamiento para esta industria, tras haber reducido su deuda de USD 5,7 MM en dic'18 a USD 3,9 MM en dic'19. A esta fecha el ratio de deuda/EBITDA fue de 1,3x y las coberturas de intereses quedaron en 10x. El 44% de la deuda se encuentra en el corto plazo, compuesta principalmente por la cuota de capital de la ON por USD 1,25 MM que vence en sept'20. FIX considera que el riesgo de refinanciación es acotado dado el amplio acceso al financiamiento, tanto bancario como en el mercado de capitales. La compañía obtuvo en mar'20 un préstamo con el Banco Santander por USD 1,5 MM, amortizable en 36 meses, con una tasa del 4%, que le permite cubrir sus necesidades financieras en 2020, aún en este contexto operativo deteriorado.

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, que representa el 65% de sus ventas, y la producción de envases flexibles (Ecoflex), con el 35% de las ventas.

Operaciones

En un entorno operativo deteriorado, con caída en el nivel de actividad de la mayoría de los sectores, por efectos del COVID-19, FIX considera que Aluminios del Uruguay tendría un impacto relativo menor en su nivel de actividad esperado para 2020 respecto a otras industrias, dado que el segmento de envases flexibles tiene como principales contrapartes a las industrias alimenticia y farmacéutica, que son actividades esenciales con niveles de actividad más estables. El segmento de perfiles de aluminio sí tendría un impacto mayor, dado que abastece principalmente a la industria de la construcción. Sin embargo, la misma retornó a la actividad desde el 13 de abril, y una potencial caída producto de la pandemia estaría mitigada por el fuerte respaldo que le está imprimiendo el nuevo gobierno nacional, con varias medidas como exenciones impositivas que deberían impulsar la actividad en el mediano plazo tras 5 años consecutivos de caída. FIX considera en su escenario base una baja del 15% en las ventas de perfiles y del 5% en la de envases flexibles.

A su vez, la compañía exporta sus productos principalmente a países del Mercosur. En 2019, alrededor del 77% 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 71% en el mercado local y un 29% en exportaciones, dependiendo del dinamismo de la demanda local y los niveles de producción de la compañía. Las exportaciones a Brasil y Argentina podrían bajar un poco tras las fuertes devaluaciones en ambos países con respecto a la de Uruguay; las mayores ventas a Paraguay podrían ser un mitigante parcial.

Perfiles de aluminio

El segmento de perfiles de aluminio es el que aporta la mayor parte del EBITDA de la compañía, del orden del 75% del total. Perfiles ha generado una rentabilidad estable en los últimos 10 años, con un margen promedio de 12,7%. El peor año fue 2018, cuando cayeron las ventas debido a la rotura del cilindro de la prensa de extrusión que forzó a parar la planta dos meses, lo que redundó en una caída del margen al 8,5%.

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 China, que representa más del 80% de las importaciones totales. El resto de las importaciones provienen de Brasil y Argentina. La ventaja de Aluminios del Uruguay 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.

Tras inversiones por USD 937 mil en 2019, que incluyeron una nueva prensa de extrusión comprada a China, no se prevén grandes inversiones para 2020. Las mismas serían de



mantenimiento y mejoras secundarias, por un valor aproximado de USD 450 mil. En el mediano plazo la compañía planea invertir USD 1,5 millones en la ampliación del local comercial.

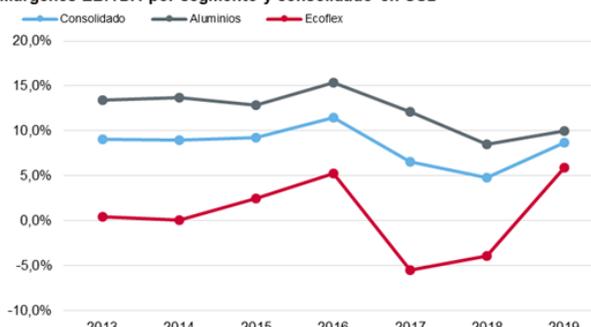
Envases flexibles – Ecoflex

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.

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. La compañía exportó en 2019 el 34% de las ventas de este segmento, por encima del promedio de los últimos nueve años.

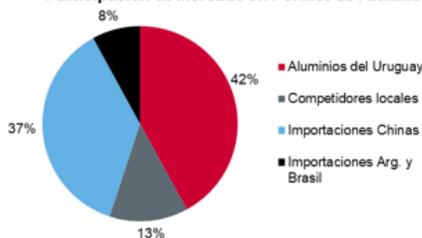
El segmento de Ecoflex- Envases flexibles presentó una rentabilidad negativa durante 2017 y 2018, con márgenes EBITDA de -5,5% y -3,9% respectivamente. Esto se debe principalmente a la baja escala, ya que cuenta con una fábrica preparada para un mayor volumen. Desde mediados de 2018 se tomaron medidas para reducir costos y mejorar la eficiencia operativa, y en 2019 se logró revertir la situación, con un margen positivo del 5,9% para el segmento.

Márgenes EBITDA por segmento y consolidado en USD



Fuente: Fix Scr, en base a información enviada por la compañía

Participación de mercado en Perfiles de Aluminio



Posición competitiva

Aluminios del Uruguay tiene una fuerte presencia en el mercado uruguayo de perfiles de aluminio, con una participación del 42% en 2019, siendo las importaciones de China la principal competencia. A su vez, exporta sus productos principalmente a países del Mercosur. En 2019, alrededor del 23% de los ingresos provino 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.

Fuente: Fix Scr, en base a información enviada por la compañía

Estrategia del management

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.

En los últimos años la estrategia operativa de la compañía está destinada a la reducción de costos, el ahorro de energía y la mayor eficiencia en el uso de materiales y reducción de desperdicios, con el fin de sostener los márgenes y bajar el punto de equilibrio. 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, logrando 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 500 mil (35% menos que en 2017).

Además, la compañía espera poder incrementar su participación en el mercado de perfiles desarrollando nuevos canales de venta como por ejemplo ventas por internet.

Factores de riesgo

- *Volatilidad en el precio de insumos impactan en el corto plazo en márgenes operacionales.* La compañía importa el aluminio primario desde Brasil, Argentina 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. En los últimos años el precio del aluminio ha mostrado una alta volatilidad. Desde niveles cercanos a US\$ 1.450 la tonelada a fines de 2015, mostró luego una recuperación del precio llegando a valores por encima de US\$ 2.500 la tonelada en abril 2018 para luego volver a bajar hasta llegar a US\$ 1.500 la tonelada en la actualidad. Debido a una sobreoferta mundial y escasa demanda producto de la pandemia, se espera que en el corto y mediano plazo los precios se mantengan entre USD/ton 1.450 y USD/ton 1.600. FIX monitoreará el impacto que el precio del aluminio y otras variables pueda tener en los márgenes de la compañía, aún cuando históricamente la misma ha sido capaz de traspasar los mayores costos a los precios finales.
- *Demanda cíclica.* Sujeta principalmente a la evolución de 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, compensada por los planes de viviendas sociales. La caída en 2019 fue del 2%, cuando el PBI de Uruguay creció un 0,2%. Por los efectos del COVID 19, FIX espera una menor actividad en esta industria en el corto plazo, pero la caída estaría mitigada parcialmente por el impulso que le está dando el nuevo gobierno a través de distintas medidas que incluyen exenciones impositivas, lo cual debería revertir la tendencia de los últimos años y generar un crecimiento en este mercado en el mediano plazo.

- *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 en 2019, la mayor devaluación de la moneda en ambos países en 2020 respecto a la de Uruguay podría volver a reducirlas. Exportaciones a Paraguay podrían ser un mitigante.
- *Riesgo operativo por activo único:* Al operar con una única planta, la compañía queda expuesta a riesgos operativos ante cualquier evento en alguno de sus equipos, como el ocurrido con la prensa de extrusión en 2018. Tras operar en 2019 con una reparación provisoria y tercerización de parte de la producción, la nueva prensa comprada a China se instaló en abr'20, durante las 3 semanas de freno en la actividad de la construcción, y ya se encuentra operando con normalidad.
- Negocio de envases flexibles con márgenes más bajos y clientes con fuerte poder de negociación.
- Elevados niveles de competencia de importaciones principalmente de China, que persiste. Los servicios ofrecidos por Aluminios del Uruguay, su red de distribución y la mayor confiabilidad de sus productos permiten mantener y consolidar su posición en perfiles.

Perfil financiero

Rentabilidad

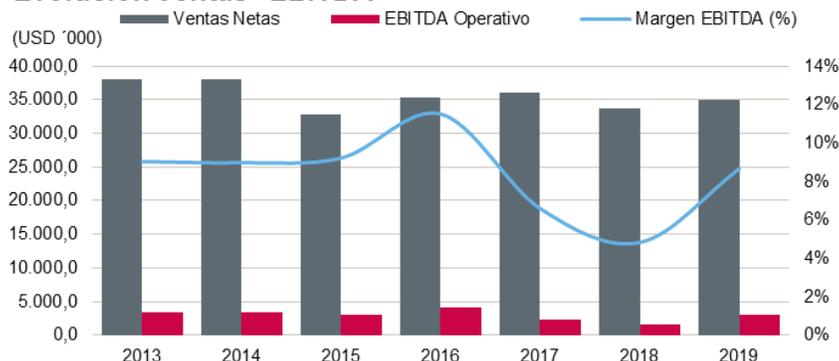
En el ejercicio 2019 las ventas aumentaron un 14,1% nominalmente con respecto al ejercicio anterior, que había sido el de menor volumen de ventas de los últimos 7 años. De todos modos el volumen de ventas de 2019 (4.513 toneladas) estuvo por encima del promedio de los últimos 5 años (4.405 toneladas). El mayor aumento se dio en las exportaciones, con un 33% de incremento, mientras que en el mercado local la suba fue del 8%. Respecto a los segmentos de negocio, en envases flexibles la mejora fue del 17% y en perfiles de aluminio del 12%.

Para 2020, por los efectos del COVID-19 en el nivel de actividad de la mayoría de los sectores, FIX espera una reducción de las toneladas vendidas por la compañía, que sería mayor en el segmento de perfiles (del orden del 15%) que en el de envases flexibles (del orden del 5%), dado que esta última abastece principalmente a industrias esenciales como la farmacéutica y la alimenticia, y en menor medida a la tabacalera.

El EBITDA generado por Aluminios del Uruguay en 2019 fue de USD 3 millones, con un margen EBITDA del 8,7%, similar al promedio de los últimos 9 años (8,6%). Para 2020, considerando las caídas de volumen arriba mencionadas, FIX espera un EBITDA de USD 2,2 millones, con un margen del orden del 7%. Si bien el precio internacional de aluminio bajó fuertemente en el último año, desde USD/ton 1.900 un año atrás a USD/ton 1.500 en la actualidad, por su fuerte posición competitiva en el mercado local la compañía no ha trasladado al mismo ritmo la disminución de los costos de materia prima a los precios de venta, lo cual impacta positivamente en la rentabilidad y mitiga parcialmente la caída en las ventas. Adicionalmente, la fuerte devaluación del peso uruguayo en lo que va de 2020 permite reducir otros costos relevantes, tales como mano de obra y energía, que se mueven con la inflación en moneda local.

De 2021 en adelante FIX espera que las ventas y los márgenes se vayan recuperando gradualmente a los valores históricos.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

El flujo generado por las operaciones (FGO) en 2019 por USD 3,5 millones estuvo por encima del promedio histórico. Tras reducir los días de proveedores de 51 en 2018 a 42 en 2019, lo cual aumentó las necesidades de capital de trabajo por USD 1,2 millones, el flujo de caja operativo (FCO) resultante fue de US\$ 2,3 millones. Luego de inversiones por USD 937 mil, que incluyeron un nuevo cilindro para la prensa de extrusión, y una distribución de dividendos por USD 219 mil, quedó flujo de fondos libres (FFL) positivo, como en los último cinco años, que la compañía utilizó para reducir su endeudamiento

Flujo de Fondos

USD '000	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	32.767	35.253	36.094	33.687	34.931
Flujo Generado por las Operaciones	2.769	3.224	1.624	1.185	3.530
Variación del Capital de Trabajo	(56)	412	(1)	203	(1.230)
Flujo de Caja Operativo	2.713	3.637	1.623	1.388	2.301
Inversiones de Capital	(418)	(634)	(440)	(249)	(937)
Dividendos	(1.252)	(949)	(694)	(586)	(219)
Flujo de Fondos Libre	1.043	2.053	489	552	1.145

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Para el ejercicio 2020 FIX espera un FCO de unos USD 1,1 millones, por debajo del de 2019. Teniendo en cuenta una menor necesidad de inversiones este año, el FFL sería neutro a positivo, como en los últimos años, aunque más cercano al equilibrio. La compañía proyecta dividendos, pero el monto está condicionado a la evolución de los resultados y la situación de caja.

Liquidez y estructura de capital

La compañía presenta una conservadora estructura de capital, con un patrimonio del 81% del capital ajustado. Aluminios del Uruguay viene reduciendo gradualmente su nivel de deuda, desde el pico de USD 9,6 millones en 2015 hasta los USD 3,9 millones a dic'19, que representa el nivel de deuda más bajo en los últimos 10 años. En 2019 la misma se redujo en USD 1,8 millones, dejando a la compañía con un ratio deuda/EBITDA de 1,3x, lo cual la deja en buena posición para enfrentar un entorno operativo más incierto y desafiante para 2020.

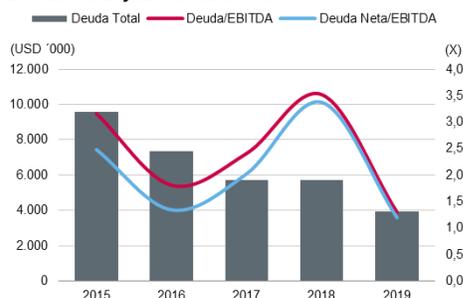
La deuda está compuesta por préstamos bancarios (USD 1,4 millones) y obligaciones negociables (USD 2,5 millones). El 44% corresponde a deuda de corto plazo (USD 1,7 millones, principalmente la cuota de la ON por USD 1,25 millones con vencimiento en sept'20). El riesgo de refinanciación se considera acotado dado el amplio acceso de la compañía a los mercados de deuda. De hecho, en mar'20 Aluminios obtuvo un préstamo con el Santander por USD 1,5 millones amortizable en 36

Capitalización

USD '000		
Deuda de Corto Plazo	1.738	8%
Deuda de Largo Plazo	2.194	11%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	3.932	19%
Total Patrimonio	16.775	81%
Total Capital Ajustado	20.708	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

meses, que prácticamente le permite cubrir las necesidades financieras de este año. El ratio de cobertura de intereses con EBITDA es holgado, de 9,9x en 2019.

Para 2020, producto de una menor generación de EBITDA por efecto de la pandemia, FIX espera cierto deterioro de las métricas crediticias, hasta un valor cercano a 2x, que seguiría siendo adecuado para este nivel de calificación. Hacia adelante, FIX espera que la compañía reduzca gradualmente su nivel de apalancamiento en torno a 1,5x.

A dic'19 la compañía presentaba una posición de liquidez algo ajustada, con caja y equivalentes por USD 318 mil, que permitía cubrir el 18% de sus vencimientos financieros de corto plazo por USD 1,7 millones. Sin embargo, la compañía logró recomponer su liquidez con el préstamo obtenido en mar'20 por USD 1,5 millones.

Liquidez - Aluminios del Uruguay S.A.

USD '000	2015	2016	2017	2018	2019
EBITDA Operativo	3.022	4.056	2.377	1.625	3.027
Caja e Inversiones Corrientes	2.056	1.886	911	239	318
Deuda Corto Plazo	2.231	1.647	1.782	1.880	1.738
Deuda Largo Plazo	7.331	5.690	3.948	3.844	2.194

Indicadores Crediticios

EBITDA / Deuda CP	1,4	2,5	1,3	0,9	1,7
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	2,3	3,6	1,8	1,0	1,9
Deuda Total / LTM EBITDA	3,2	1,8	2,4	3,5	1,3

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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. Está constituida como 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, a 6 años de plazo cada una. La última fue por USD 5 millones con vencimiento de la última cuota de capital en sept'21. A su vez la compañía cuenta con acceso a préstamos bancarios de corto y largo plazo (BBVA y Santander). En 2018 la compañía obtuvo un préstamo bancario con el BBVA por USD 2 MM a 5 años con una tasa fija del 4,6%, y acaba de obtener otro con el Banco Santander por USD 1,5 MM a 3 años y tasa del 4%.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Aluminios del Uruguay S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

	NIIF 2019 12 meses	NIIF 2018 12 meses	NIIF 2017 12 meses	NIIF 2016 12 meses	NIIF 2015 12 meses
--	--------------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------------

Rentabilidad

EBITDA Operativo	3.027	1.625	2.377	4.056	3.022
Margen de EBITDA	8,7	4,8	6,6	11,5	9,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	18,5	7,5	9,1	15,7	13,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	3,3	1,6	1,4	5,8	3,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	9,5	(4,7)	4,6	11,6	4,0

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	12,5	4,2	5,3	7,5	6,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	9,9	4,4	6,4	8,2	5,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,5	0,7	1,1	1,9	1,1
FGO / Cargos Fijos	12,5	4,2	5,3	7,5	6,3
FFL / Servicio de Deuda	0,7	0,4	0,4	1,2	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,9	0,5	0,8	2,1	1,3
FCO / Inversiones de Capital	2,5	5,6	3,7	5,7	6,5

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	1,0	3,7	2,9	2,0	2,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,3	3,5	2,4	1,8	3,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	3,4	2,0	1,3	2,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,3	6,4	5,7	5,9	5,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	44,2	32,8	31,1	22,4	23,3

Balance

Total Activos	28.340	28.593	28.998	31.488	32.784
Caja e Inversiones Corrientes	318	239	911	1.886	2.056
Deuda Corto Plazo	1.738	1.880	1.782	1.647	2.231
Deuda Largo Plazo	2.194	3.844	3.948	5.690	7.331
Deuda Total	3.932	5.724	5.730	7.337	9.562
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.932	5.724	5.730	7.337	9.562
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.932	5.724	5.730	7.337	9.562
Total Patrimonio	16.775	14.942	16.323	16.279	15.401
Total Capital Ajustado	20.708	20.666	22.053	23.616	24.963

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	3.530	1.185	1.624	3.224	2.769
Variación del Capital de Trabajo	(1.230)	203	(1)	412	(56)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.301	1.388	1.623	3.637	2.713
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(937)	(249)	(440)	(634)	(418)
Dividendos	(219)	(586)	(694)	(949)	(1.252)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.145	552	489	2.053	1.043
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	905	(1.145)	218	0	0
Variación Neta de Deuda	(1.895)	(14)	(1.606)	(2.224)	337
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(75)	(73)	(76)	0	0
Variación de Caja	80	(680)	(975)	(170)	1.380

Estado de Resultados

Ventas Netas	34.931	33.687	36.094	35.253	32.767
Variación de Ventas (%)	3,7	(6,7)	2,4	7,6	(13,8)
EBIT Operativo	2.021	561	1.220	2.964	1.726
Intereses Financieros Brutos	306	368	374	495	519
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.508	(733)	749	1.831	625

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 2019 es de Pesos Uruguayos 100.000.000. Las acciones en circulación son 500.000.000 de un valor nominal de Pesos Uruguayos 0,10 cada una. 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 con 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 20 de mayo de 2020 confirmó en la **Categoría BBB+(uy)** a la calificación de emisor de Aluminios del Uruguay S.A. y a las Obligaciones Negociables Serie 3 por hasta USD 5 millones emitidas por la compañía.

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 31/12/19.
- 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



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



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 calificadora-, ha recibido los honorarios de calificación 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. lleva a cabo la investigación fáctica 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.