

Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.

Factores relevantes de la calificación

Asignación de calificación a ON Serie 5 y Serie 6: FIX (afiliada de Fitch Ratings) - en adelante FIX- confirmó la calificación de Emisor de Largo Plazo de Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C (Aluar) y de las ON emitidas en AAA(arg) con Perspectiva Estable y asignó en la misma calificación a las ON Serie 5 y Serie 6 por hasta USD 80 millones, ampliable por hasta USD 150 millones (en conjunto). La calificación se sustenta en el fuerte perfil financiero de la compañía con bajos niveles de deuda, con métricas de apalancamiento por debajo de 2x y elevadas coberturas de intereses. Aluar presenta un sólido perfil exportador con la colocación promedio de más del 60% de aluminio primario producido en el exterior. FIX espera que pese a los mayores costos Aluar continúe evidenciando un buen desempeño con sólidas métricas crediticias dado su buena posición competitiva, el abastecimiento de energía a precios competitivos y precios del aluminio que se ubica por arriba del promedio histórico (pese a su significativa caída desde máximos).

Normalización del nivel de producción: La compañía recuperó en 2022 su nivel de producción y se encuentra operando con normalidad, luego de reducir al 50% su nivel de producción por la pandemia. Asimismo, la compañía informó que resolvió las cuestiones de fondo respecto a la plena aplicabilidad del contrato vigente de abastecimiento de potencia y energía eléctrica entre Hidroeléctrica Futaleufú y Aluar. La energía es uno de los principales insumos de la compañía (electrolisis) y el actual régimen permite la adquisición del mismo con condiciones que le permiten mantenerse como un productor competitivo.

Menor precio del aluminio: La compañía evidenció a diciembre 2022 (año móvil) un EBITDA de \$48.613 millones, con un margen de 21,8%, mientras que al cierre de junio 2022 el EBITDA había sido de \$68.902 millones en moneda homogénea, con un margen de 28,2%. Este descenso se explica principalmente por el menor margen bruto ante la significativa caída del precio del aluminio durante los primeros meses del ejercicio en curso, después de haber alcanzado niveles de 3.500 USD/ton en el primer semestre 2022. Hacia adelante FIX espera que la compañía presente márgenes en torno a 20%/25%, en línea con los promedios históricos.

Adecuado acceso a principales insumos y bajo costo operativo: El acceso y precio de las principales materias primas es un factor importante en la posición competitiva de Aluar y su estructura de costos. Aluar importa la alúmina que representa aproximadamente el 30% de los costos a través de un contrato de largo plazo con ALCOA, a precio de mercado, el cual en promedio presenta una elevada correlación con el aluminio. La energía es el otro elemento clave en la estructura de costos de la compañía, donde el 40% de la misma es suministrada por Hidroeléctrica Futaleufú concesión hasta 2025), subsidiaria de la compañía, completando las necesidades con dos ciclos combinados propios, de 465 MW y 120 MW, respectivamente, y seis turbinas de gas a ciclo abierto que en su conjunto pueden aportar hasta 170 MW, y un parque eólico de 164,8 MW. El acceso al gas es fundamental para abastecer a las centrales térmicas, la compañía cuenta con contratos de transporte en firme con TGS y de abastecimiento de gas con varios de los principales productores, como PAE, CGC e YPF.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría bajar en caso de una significativa disminución de precios y demanda o de desacople entre el precio del aluminio y de la alúmina que impacte negativamente los márgenes de rentabilidad por debajo del 12% de manera sostenida. Asimismo, un incremento

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	AAA(arg)
ON garantizada Serie 1 por h/USD 100 MM ampliable h/USD150 MM (*)	AAA(arg)
ON Serie 4 por h/USD 60.6 MM	AAA(arg)
ON Serie 5 en conjunto con la Serie 6 por h/USD 80 MM ampliable h/USD 150 MM	AAA(arg)
ON Serie 6 en conjunto con la Serie 5 por h/USD 80 MM ampliable h/USD 150 MM	AAA(arg)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C			
Consolidado	31/12/22	30/06/22	
(\$ miles constantes diciembre 2022)			
	Año Móvil	12 Meses	
Total Activos	291.858.793	306.545.877	
Deuda Financiera	62.979.398	50.418.395	
Ingresos	222.744.480	244.287.522	
EBITDA	48.612.502	68.902.055	
EBITDA (%)	21,8	28,2	
Deuda Total/EBITDA (x)	1,3	0,7	
Deuda Neta Total/ EBITDA (x)	1,2	0,4	
EBITDA/ Intereses (x)	18,6	21,4	

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, Junio 2014

Informes Relacionados

Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, Junio 2022

Analistas

Analista Principal
 Gustavo Ávila
 Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8142

Analista Secundario
 Cándido Pérez
 Director Asociado
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8122

Responsable del Sector
 Cecilia Minguiñón
 Senior Director
cecilia.minguiñon@fixscr.com

del endeudamiento por encima de 3,5x de manera sostenida también podría implicar acciones de calificación a la baja.

Liquidez y Estructura de Capital

Apalancamiento en línea con lo esperado: La deuda total de Aluar se ubicaba a diciembre 2022 en cerca de USD 355 millones, por encima de los USD 281 millones al cierre de 2022 (junio). En tanto, a diciembre 2022 (año móvil) el ratio de apalancamiento bruto era de 1.6x y neto 1.3x. FIX espera que el producido de la emisión de las ONs Serie 5 y Serie 6 se destine a financiar el monto remanente la etapa IV del parque eólico y a refinanciar pasivos de corto plazo (54.9% de la deuda a la fecha de análisis), conservando buenas métricas crediticias, donde se destaca la holgada cobertura de intereses (14.9x vs. FGO).

Elevada flexibilidad financiera y adecuada liquidez: Aluar evidenció un descenso en los indicadores de liquidez relacionado al uso de fondos propios para avanzar con el parque eólico, lo que resultó en menores niveles de caja y equivalentes con una cobertura en 0,2x de la deuda de corto plazo, mientras que al sumar el FGO dicha cobertura ascendía a 1,2x a diciembre 2022 (año móvil), en contraste a los ratios de 1,2x y 4,7x al cierre del ejercicio 2022, respectivamente. No obstante, se destaca la elevada flexibilidad financiera en función de su trayectoria y perfil operativo. A su vez, la compañía presenta la mayoría de sus ingresos vinculados a la evolución del dólar oficial con un elevado porcentaje de exportaciones, presentando una buena cobertura respecto a su deuda dado que un alto porcentaje de la misma es dólar linked o factible de ser pagada con exportaciones.

Perfil del Negocio

Aluar es el único productor de aluminio primario en Argentina y es considerado un productor eficiente a nivel mundial, logrando posicionarse dentro del segundo cuartil de la curva de costos de la industria, por su alto grado de integración vertical y por las economías de escala alcanzadas. Esto le ha permitido sostener márgenes de rentabilidad incluso en las partes negativas de los ciclos de precios de Commodities. La compañía por la pandemia tuvo que reducir su nivel de producción al 50% y luego lo fue incrementando hasta lograr la plena capacidad productiva hacia finales de 2022. La utilización media de la capacidad instalada durante el ejercicio 2022 fue del 79,4% (68.3% en el ejercicio anterior).

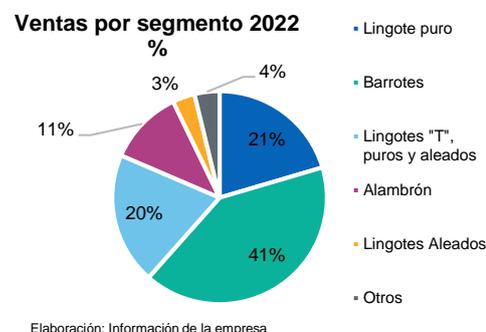
Diversificación geográfica y de producto

Aluar tiene una buena diversificación geográfica de sus exportaciones, destacándose Estados Unidos, Brasil y Japón entre los principales destinos, con una fuerte predominancia de Estados Unidos. Esto le permite mitigar los riesgos de eventuales caídas de la economía en algún país o región. Las contrapartes son empresas de primer nivel mundial como Mitsubishi Corporation, Trafigura Trading LLC, Sumitomo Corporation, Glencore Ltd., etc. Aluar ha forjado relaciones de largo plazo con estos clientes, brindando productos acordes a sus necesidades específicas, lo cual permite dar una cierta estabilidad a los volúmenes en la parte baja del ciclo.

Al cierre de junio 2022, las exportaciones (división primario) se destinaron principalmente a Estados Unidos por un 74%, a Brasil por el 16% y a Japón por el 9%. Por su parte, a diciembre 2022 dichos porcentajes eran del 68%, 26% y 4% respectivamente.

La empresa opera en los segmentos de aluminio primario y elaborados. La división aluminio primario representaba al cierre del ejercicio 2022 el 93.9% de las ventas, y sus actividades comprenden desde la obtención del aluminio en estado líquido hasta su solidificación en los distintos formatos primarios y aleaciones de acuerdo a los requerimientos específicos de los clientes, lo cual ha aumentado la diversificación y el valor agregado de los productos comercializados por la compañía en las últimas dos décadas. La capacidad de producción de Aluar Primario se ubica en 460.000 toneladas/año desde 2011 en la planta de Puerto Madryn, y ha aumentado en 260.000 toneladas en los últimos 20 años, en los cuales se registran inversiones superiores a USD1.600MM. La última ampliación ocurrió en 2010-2011 donde se incrementó la capacidad disponible en 45.000 toneladas.

En la división primario, los sectores que se destacan son la construcción y la industria automotriz que utilizan en sus procesos productivos barrotes y lingotes.



La División Elaborados representaba al cierre de junio 2022 solo el 6.1% de las ventas, y mayormente destinados al mercado local. Tiene una capacidad de 32.000 toneladas/año (20.000 ton. de laminación y 12.000 ton. de extrusión), en la planta de la localidad de Abasto (prov. de Buenos Aires), donde se fabrican perfiles y laminados, proveyendo productos de alto valor agregado a distintas industrias, desde fachadas de edificios hasta packaging de alimentos. Esta diversificación de industrias le permite mitigar los riesgos asociados a la caída en la actividad de algún sector en particular.

La venta total en volumen de aluminio, alcanzó al cierre de junio 2022 las 336.641 toneladas (tns.), un 3.6% por encima del cierre 2021. En tanto en los primeros seis meses del ejercicio con cierre a junio 2023 (diciembre), el volumen total de ventas fue de 166.642 tns., en línea con el mismo período del año anterior.

En cuanto a las ventas la división Primario realizó ventas al cierre a junio 2022 por 316. 219 tns. vs. las 306.503 tns. del cierre anterior. A diciembre 2022 (6 meses) la venta en volumen para esta división fue de 154.446 tns. vs. 157.069 tns. en el mismo período del año anterior.

Respecto a la división de Elaborados, el volumen de ventas al cierre fue de 20.422 tns. al cierre de 2022 vs. 18.408 tns. el año anterior, mientras que en los primeros seis meses del presente ejercicio las ventas alcanzaron 12.196 tns. vs. 10.083 en el mismo período de 2021.

En tanto, en volumen al cierre de 2022 las exportaciones representaron el 63.9% del total de toneladas vendidas levemente por debajo del cierre de 2021 que alcanzó el 64.6%. Por su parte, en los primeros seis meses del año el volumen de exportaciones cayó al 57%, aunque FIX estima que la compañía vuelva a niveles de exportación por encima del 60%.

Abastecimiento de las materias primas fundamentales

La compañía cuenta con un adecuado acceso a sus principales insumos (alúmina y energía) con contratos de largo plazo. La alúmina es la materia prima fundamental para la obtención de aluminio y representa alrededor del 30% de los costos de producción. Para cubrir las necesidades de su producción total, Aluar adquiere unas 880.000 ton/año. Este insumo no se produce en la Argentina y por lo tanto la compañía lo importa mediante un contrato con la compañía multinacional ALCOA (Aluminium Company of America) con vencimiento en diciembre 2034. Hasta 2017 su costo estaba vinculado con el precio del aluminio (LME), lo cual mitigaba parcialmente la volatilidad de sus márgenes. Sin embargo en los últimos años la provisión de alúmina en el mundo se ha volcado a contratos con base "spot", de manera de asegurar a los productores una rentabilidad mínima aún en períodos de precios bajos de commodities. Por ello desde 2018 el precio a pagar a ALCOA es el imperante en el mercado en cada momento para dicho mineral. Si bien los precios de la alúmina mantienen una alta correlación con los del aluminio por ser éste su principal uso, esta modalidad de contrato incrementa la volatilidad de los márgenes.

Por el efecto del COVID19 en la economía global, el mercado mundial del aluminio ha experimentado una sobreoferta, que generó un exceso del nivel de inventarios y una caída de los precios (mínimos de USD/ton 1.460). Luego, se produjo una fuerte suba del metal a niveles mayores a USD 4.000 la tonelada a partir de una mayor demanda que provino principalmente de la recuperación en los sectores abastecidos, principalmente el de construcción y por el conflicto entre Rusia y Ucrania que generó un incremento en el costo de la energía y trajo incertidumbre respecto de la oferta de aluminio, ya que Rusia es uno de los principales exportadores del metal.

A diciembre 2022 el aluminio se ubicaba cerca de USD 2.400, que si bien cayó en forma significativa desde sus máximos se ubica por encima de los valores promedio históricos, conservando una buena relación con el precio de la alúmina (USD 343 a diciembre 2022). Por su parte, el Coque y la Brea también son elementos importantes de los costos representando a la fecha cerca del 20% de los mismos.

La energía eléctrica es el otro insumo principal necesario para la obtención de aluminio, a través del proceso de electrólisis, con una participación del 15% del costo total. Aluar mitiga el riesgo de acceso a la energía diversificando sus fuentes, a través de su participación del 60% en

el paquete accionario de Hidroeléctrica Futaleufú (cuya concesión vence en 2025), la autogeneración térmica con sus dos ciclos combinados y el parque eólico.

El consumo total de energía eléctrica en el ejercicio 2022 fue de 5.579.383 MWh, de los cuales el 93.7% corresponden al consumo de electrólisis y el 6.3% al resto de la Planta.

Respecto al total del consumo eléctrico, el 55% fue abastecido por el parque de generación térmica de la Compañía, el 37.4% fue demandado al sistema eléctrico (prácticamente en su totalidad provisto por Hidroeléctrica Futaleufú S.A.), y el 7.6% restante provino de la generación del Parque Eólico

Para la generación térmica es crítico disponer de contratos de largo plazo de abastecimiento de gas. En este sentido la compañía posee contratos de transporte firme de gas con Transportadora Gas del Sur S.A. por 3,35 millones de m³/día de gas, y cuenta con contratos con varios de los principales productores de gas de la zona: Pan American Energy S.L. Sucursal Argentina (PAE), CGC e YPF.

En cuanto a la energía eólica, Aluar instaló parques eólicos por 164 MW, con una inversión de USD 240 millones en tres etapas. La primera etapa, de 50 MW, comenzó a operar en febrero 2019 y la energía producida es vendida a terceros, mediante contratos en el MATER. La segunda etapa de 60 MW entró en operaciones en septiembre 2019, y la tercera etapa por 54 MW en enero 2020. Estas dos últimas etapas se destinan a consumo de la planta.

En el marco de la utilización de energías renovables, y para dar cumplimiento a lo previsto por la Ley N° 27.191, la Compañía inició el proyecto de construcción de la etapa IV del Parque Eólico Aluar que se estime finalice en diciembre 2023. Esta cuarta etapa sumará 81 MW de potencia a la actual producción de energía renovable. Esto llevará la potencia eólica instalada a 246 MW.

La eficiencia energética de Aluar es fundamental para mantenerse como un jugador competitivo en la parte baja de la curva de costos de la industria.

La integración vertical se completa por poseer una fábrica de ánodos, insumo básico del proceso productivo.

FIX estima que la empresa presenta una estructura de costos mayormente variable, tanto en relación a volúmenes de venta como a variación de precio de ventas, que reducen el impacto de la volatilidad externa.

Planes de inversión

La capacidad de producción de Aluar Primario se ubica en 460.000 toneladas/año desde 2011 en la planta de Puerto Madryn, y ha aumentado en 260.000 toneladas en los últimos 15 años, en los cuales se registran inversiones por USD 1.600MM, principalmente destinadas a aluminio y energía. La última ampliación de capacidad de producción de aluminio primario ocurrió en 2010-2011 donde se incrementó la capacidad disponible en 45.000 toneladas. En el corto y mediano plazo no hay previstos planes de ampliaciones adicionales en producción de aluminio primario.

La inversión en la cuarta etapa de parque eólico Aluar, implicó un aumento sobre los niveles de CAPEX (USD 80 millones en seis meses a diciembre 2022), llevando el ratio de CAPEX/Ventas a diciembre 2022 (año móvil) a 7.2% vs. 1.5% al cierre de junio 2022. FIX estima un residual de USD 35 millones para que finalice el parque. Por su parte, el plan de mantenimiento de la planta industrial se estima en unos USD 11 millones anuales.

Posición Competitiva

Aluar es un productor de aluminio de bajos costos. Se ubica en el segundo cuartil de la curva de costos de la industria. Esto le asegura poder colocar su producción de manera rentable, aún en escenarios en que los precios se ubiquen por debajo del costo marginal de la industria. Adicionalmente, el consumo mundial del metal ha mostrado un importante crecimiento en los meses recientes y se espera que la tendencia continúe durante el corriente año, a medida en que se vayan recuperando las actividades afectadas por la pandemia.

Aluar es el único productor de aluminio primario de Argentina, su posición competitiva es muy fuerte, abasteciendo aproximadamente el 85% de las necesidades del mercado local, mientras que el 15% restante se cubre con importaciones.

Entre las principales industrias a las que abastece Aluar con sus diversos productos podemos mencionar la construcción (aberturas y estructuras livianas), transporte (piezas y partes de medios de transporte), energía eléctrica (conductores), alimentos y bebidas (envases), entre otras.

Por otra parte, alrededor del 75% de la producción de Aluar es colocada en el mercado externo, siendo Estados Unidos, Brasil y Japón los principales destinos.

Estrategia del management

La estrategia de la compañía es mantener su nivel de eficiencia a nivel global y atender la demanda de la industria local. La compañía expandió su capacidad de producción siempre que logró asegurarse el aprovisionamiento de energía para la producción adicional, aunque ha frenado la última etapa de su plan de expansión (hasta 500.000 toneladas) debido a restricciones en el abastecimiento de energía y a un contexto internacional de exceso de oferta y precios deprimidos.

Administración y calidad de los accionistas

El principal accionista de Aluar es la familia Madanes Quintanilla, la cual demostró un fuerte compromiso con la compañía en la suscripción de acciones de octubre 2009, con el fin de mejorar la estructura de capital de Aluar, reducir apalancamiento y mejorar la situación de liquidez ante un escenario de crisis.

Riesgo del sector

La industria del aluminio global se caracteriza por su fuerte nivel de concentración, donde los 10 mayores productores explican aproximadamente la mitad de la producción mundial estimada en 63 millones de ton. China es el principal productor mundial con más de la mitad de la producción en el mundo. Se estima que la capacidad de producción anual de Sudamérica alcanza 2,4 millones de toneladas, y Aluar participa del 17%. El fuerte aumento de la producción en China (en 2013 era el 43% de la producción mundial, hoy es el 58%), impidió que el precio del aluminio creciera a la par de otros metales en los últimos años. Hace 15 años el precio del aluminio estaba un 10% por debajo del de cobre, mientras que en la actualidad el precio del aluminio es un tercio del de cobre.

El riesgo del sector considera la variación de los precios internacionales del aluminio. 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. Los precios publicados por el LME son los más utilizados en los contratos entre productores y usuarios de aluminio y representan alrededor del 85% del precio final de los contratos, el 15% restante consiste en primas por calidad, forma, aleaciones y lugar de entrega. En el LME se operan varias veces los volúmenes físicos negociados, lo que hace sus precios representativos. El LME también admite contratos con entrega de metal físico en los depósitos que tiene distribuidos por el mundo, transformándolo en un comprador de última instancia, y convirtiendo al aluminio en un activo de rápida realización. 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, llegando a valores por encima de USD/ton 4.000 en 2022 para luego bajar hasta llegar a USD/ton 2.400 a diciembre de 2022.

Por el efecto del COVID19 en la economía global, el mercado mundial del aluminio ha experimentado una sobreoferta, lo que generó un exceso del nivel de inventarios y una caída de los precios (mínimos de USD/ton 1.460), mientras que luego se recuperó en forma significativa ante una mayor velocidad en la recuperación de la demanda por sobre la oferta.

A diciembre 2022 el precio del aluminio se ubicó en USD 2.400, superior al promedio histórico en torno a los USD/ton 2.000 pese a la volatilidad.

Hacia adelante, FIX espera una estabilización en los márgenes y ventas en valores levemente por encima de los históricos, dada la coyuntura. Entre los principales sectores demandantes de aluminio se encuentran el sector de la construcción, automotriz, sector eléctrico y empaque.

En promedio Aluar destina más del 60%, llegando al 75%/80% en algunos años de su producción a los mercados externos, con lo cual su generación de fondos, si bien en general con un menor margen, se aísla en parte de la evolución económica del país. Las barreras de entrada a la industria son altas dado que se trata de una industria de capital intensivo en la cual es clave el acceso a la energía. En Argentina, el mercado local estuvo deprimido varios años a partir del 2018 aunque desde 2021 se observa una recuperación, donde contribuye cierta recuperación de la actividad así como mayores compras como cobertura.

FIX espera en línea con las proyecciones de Fitch Ratings, un precio promedio para el aluminio de USD 2.500 la tonelada en 2.023 hasta 2025 y luego una disminución a USD 2.000 a partir de 2026 y en el largo plazo.

FIX monitoreará el impacto que el precio del aluminio y otras variables pueda tener en los márgenes de la compañía. 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.

Factores de riesgo de la compañía

Riesgo de precio en la compra de alúmina: La modalidad de determinación del precio de la alúmina, que afecta a gran parte de la producción mundial de aluminio, aumenta el riesgo de volatilidad en los márgenes, al no estar vinculado al precio del aluminio como antes, lo que le brindaba cierta cobertura. Por el momento no hay instrumentos de cobertura con suficiente liquidez en el mercado, pero cabe destacar que los precios de la alúmina y el aluminio han estado siempre muy correlacionados, por ser la producción de aluminio su principal uso. No obstante, situaciones particulares como las ocurridas en 2018, con la parada de las refineras en Brasil y Australia, pueden agregar volatilidad al precio de este insumo, afectando los márgenes de rentabilidad de la compañía.

Riesgo por baja diversificación operacional: Al tener una única planta para la producción de aluminio primario, Aluar tiene una baja diversificación operacional, lo que implica riesgos ante eventos que provoquen una parada de planta. El mismo se encuentra mitigado por seguros contratados con compañías de primera línea.

Riesgo de impacto ambiental: Moderada exposición a regulaciones ambientales, con costos de remediación manejables para la generación de flujo de la compañía.

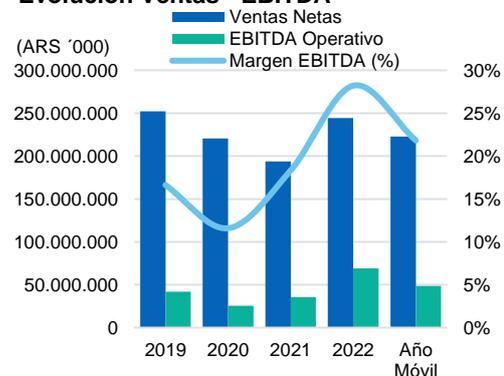
Perfil financiero

Rentabilidad

La compañía mostró un retroceso en su desempeño respecto del ejercicio cerrado en junio 2022 durante el cual los precios del aluminio mostraron máximos históricos, presentando a diciembre 2022 (año móvil) un EBITDA de \$48.613 millones (\$68.902 millones al cierre de junio 2022), incluyendo un menor margen de 21,8% a diciembre 2022 (año móvil) en comparación con el 28,2% a junio 2022. Este descenso se explicaría por el declive de los precio del aluminio en la segunda mitad de 2022, que se ubicó en promedio 24% por debajo de lo registrado en la primera mitad de 2022 y la suba del costo del coque y la brea.

Hacia adelante FIX espera que la compañía conserve sólidas métricas crediticias y mantenga su estructura de costos competitiva, aunque en la primera mitad de 2023 se puede esperar un impacto negativo en el margen como resultado del aumento relativo del precio de la alúmina con respecto al precio del aluminio.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Al ser un productor de bajo costo a nivel mundial, ubicándose en el segundo cuartil de la curva global de costos de producción, Aluar presentó históricamente una buena capacidad de generación de fondos, con márgenes EBITDA superiores a 16%, con excepción del ejercicio 2020, y con un promedio en los últimos 5 años hasta junio 2022 del 19,4%, a pesar de las fluctuaciones de precios del aluminio.

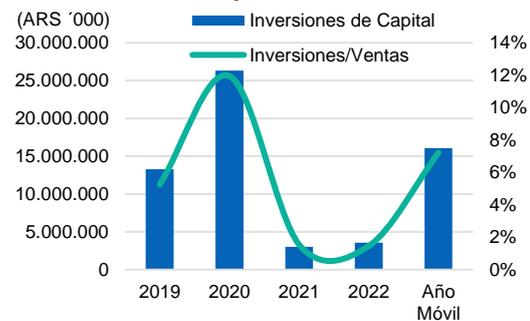
La empresa suele mantener los niveles de producción, incluso en períodos de menores volúmenes de ventas locales, con el objetivo de evitar sobrecostos por menores economías de escala. En épocas de menor demanda local, la compañía suele colocar su producción en los mercados externos.

Flujo de Fondos

Al cierre del ejercicio 2022, Aluar presentó un FFL cercano a los USD 75 millones, explicado en la fortaleza de su FGO y el bajo nivel de inversiones de capital, pese a los mayores requerimientos de capital de trabajo dado los mayores inventarios. Asimismo, la compañía pagó dividendos por cerca de USD 26 millones en el período.

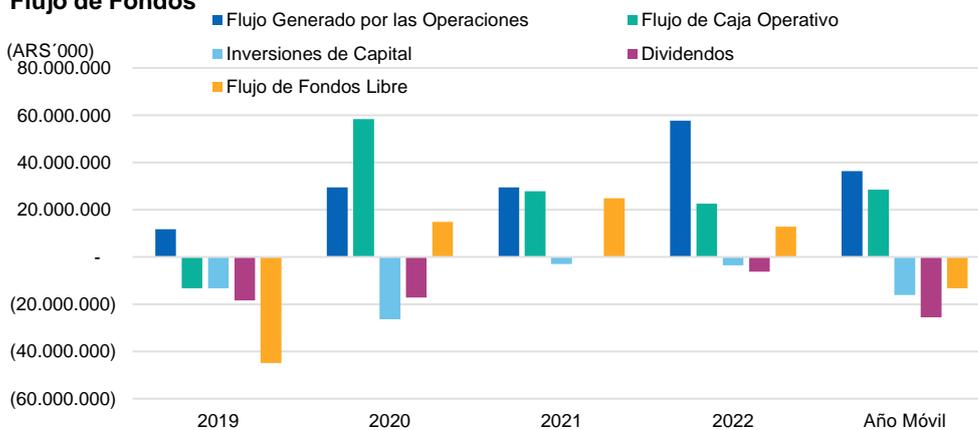
Por su parte, el FFL a diciembre 2022 (año móvil) era negativo ante el crecimiento de los dividendos y el mayor CAPEX vinculado a la cuarta etapa del parque eólico. No obstante, FIX destaca la sólida generación interna de fondos de la compañía y que no se esperan inversiones significativas de capital hacia adelante.

Inversiones de Capital



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estructura de capital

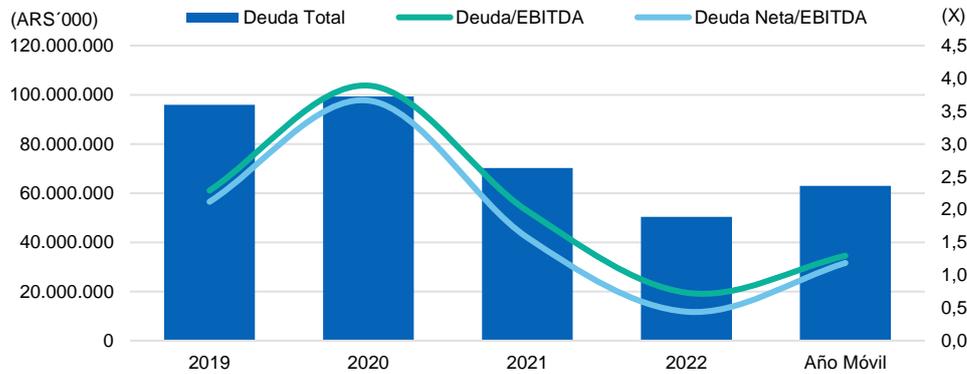
Aluar ha mostrado históricamente una estructura de capital conservadora, actualmente con 45% de deuda de largo plazo sobre la deuda total. A diciembre 2022 (año móvil) presenta un nivel de endeudamiento de 1,3x deuda/EBITDA, por debajo de su nivel histórico.

La cobertura de intereses con EBITDA es a diciembre 22 (año móvil) de 18,6x. En tanto, a la misma fecha la empresa contaba una liquidez adecuada, con caja por USD 30,4 millones cubriendo el 16% la deuda de corto plazo.

Aluar presenta casi toda su deuda en moneda extranjera (dólar linked o con repago vía exportaciones). El riesgo de descalce es muy bajo dado que tanto el 100% de los ingresos y la mayoría de la deuda, como también el 80% de los costos son en moneda extranjera. Respecto al perfil de vencimiento a la fecha de análisis el 54,9% de la deuda era corriente, el cual

mejoraría a partir del éxito de las colocaciones de las ONs Serie 5 y Serie 6 con vencimiento a los 36 y 60 meses desde la fecha de emisión.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A diciembre 2022, el 29% de la estructura de capital era deuda financiera, mientras que el otro 71% era patrimonio. Considerando la Serie 1 de Obligaciones Negociables garantizadas por hasta USD 150 millones, de los cuales a diciembre 2022 quedaba un saldo a pagar de USD 75 millones, y teniendo en cuenta que los préstamos con EKF también están garantizados con características similares, la mayor parte de la deuda corresponde a deuda garantizada. Las nuevas ONs a ser emitidas al igual que la Serie 4 son no garantizadas.

Los flujos comprometidos por la cesión en garantía de derechos de cobro de la compañía bajo operaciones de exportación con ciertos clientes ("Clientes elegidos") representan en promedio cerca del 15% de las exportaciones. Si se considera que las exportaciones representan aproximadamente el 75% de las ventas de la compañía, los flujos cedidos en garantía de la ON representarían un 12% de las ventas totales.

Fondeo y flexibilidad financiera

Aluar tiene un importante acceso a los mercados financieros locales e internacionales a través de prefinanciación de exportaciones y financiación de importaciones para capital de trabajo, mercado de capitales, y préstamos de largo plazo de entidades bancarias y agencias de crédito a la exportación. El nivel de exportaciones del orden de los USD 767 millones (al cierre de junio 2022) le otorga un importante acceso al crédito y disminuye el riesgo de refinanciación de su deuda de corto plazo, a su vez que le brinda cobertura ante su deuda en moneda extranjera y movimientos del tipo de cambio.

A su vez, la compañía cuenta con un importante acceso a deuda bancaria en el mercado local, operando con una gran variedad de bancos (Santander, Galicia, Macro, Citi, ICBC, BBVA, Nación, Provincia, Ciudad, etc). Los vencimientos de capital están escalonados en el tiempo y se consideran manejables dada su generación de fondos. No obstante, Aluar cuenta actualmente con líneas de crédito disponibles sin utilizar por USD 420 millones.

A su vez la compañía se encuentra en proceso de emitir las ON Serie 5 y Serie 6 en conjunto por hasta USD 80 millones, ampliables por hasta USD 150 millones, con plazos de vencimiento a los 36 meses y 60 meses que mejorará (de ser exitosa su colocación) el perfil de deuda de la compañía.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en junio)

	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	dic-22	2022	2021	2020	2019
Período	Últ. 12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	48.612.502	15.384.240	68.902.055	35.504.722	25.536.412	41.913.415
EBITDAR Operativo	48.612.502	15.384.240	68.902.055	35.504.722	25.536.412	41.913.415
Margen de EBITDA	21,8	15,6	28,2	18,3	11,6	16,6
Margen de EBITDAR	21,8	15,6	28,2	18,3	11,6	16,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(5,9)	(24,5)	5,2	12,8	6,8	(17,8)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	14,9	11,4	18,9	7,7	4,1	2,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	18,6	12,7	21,4	8,0	2,7	4,1
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	18,6	12,7	21,4	8,0	2,7	4,1
EBITDA / Servicio de Deuda	1,3	0,8	3,5	1,9	0,5	0,7
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,3	0,4	3,5	1,9	0,5	0,7
FGO / Cargos Fijos	14,9	11,4	18,9	7,7	4,1	2,2
FFL / Servicio de Deuda	(0,3)	(1,2)	0,8	1,6	0,5	(0,6)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,6	2,3	0,8	2,1	2,6	4,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,3	2,0	0,7	2,0	3,9	2,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	1,9	0,4	1,6	3,7	2,1
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,3	2,0	0,7	2,0	3,9	2,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,2	1,9	0,4	1,6	3,7	2,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,6	4,1	5,9	5,6	8,9	14,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	54,9	54,9	32,5	20,4	38,4	48,5
Balance						
Total Activos	291.858.793	291.858.793	306.545.877	263.071.410	275.855.794	310.560.773
Caja e Inversiones Corrientes	5.376.698	5.376.698	19.972.092	14.429.632	5.816.591	7.195.959
Deuda Corto Plazo	34.544.411	34.544.411	16.365.410	14.355.971	38.168.172	46.583.648
Deuda Largo Plazo	28.434.986	28.434.986	34.052.985	55.863.566	61.167.151	49.383.576
Deuda Total	62.979.398	62.979.398	50.418.395	70.219.537	99.335.323	95.967.224
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	62.979.398	62.979.398	50.418.395	70.219.537	99.335.323	95.967.224
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	62.979.398	62.979.398	50.418.395	70.219.537	99.335.323	95.967.224
Total Patrimonio	150.826.627	150.826.627	165.117.738	129.355.008	119.622.430	138.658.863
Total Capital Ajustado	213.806.025	213.806.025	215.536.133	199.574.545	218.957.753	234.626.087
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	36.284.656	12.598.337	57.698.669	29.489.731	29.414.262	11.695.782
Variación del Capital de Trabajo	(7.836.167)	2.591.204	(35.170.220)	(1.656.094)	28.930.996	(24.995.240)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	28.448.489	15.189.541	22.528.449	27.833.637	58.345.258	(13.299.459)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(16.066.063)	(14.223.655)	(3.563.790)	(2.997.807)	(26.325.384)	(13.258.391)
Dividendos	(25.592.719)	(25.196.422)	(6.208.842)	(16.983)	(17.125.324)	(18.359.640)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(13.210.293)	(24.230.536)	12.755.818	24.818.847	14.894.550	(44.917.490)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	1.315.655	1.315.655	1.175.846	915.160	4.320.517	1.984.019
Variación Neta de Deuda	10.478.222	7.874.588	(3.794.968)	(9.279.336)	(28.823.804)	43.431.098
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	(1.633)	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(1.416.416)	(15.040.293)	10.136.695	16.454.671	(9.610.371)	497.628
Estado de Resultados						
Ventas Netas	222.744.480	98.924.261	244.287.522	193.762.095	220.354.653	252.158.373
Variación de Ventas (%)	N/A	(17,9)	26,1	(12,1)	(12,6)	19,9
EBIT Operativo	35.021.463	9.001.593	54.062.149	19.287.831	9.274.086	26.341.616
Intereses Financieros Brutos	2.610.640	1.214.572	3.217.984	4.433.113	9.421.995	10.153.347
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	29.195.590	11.223.226	42.125.130	10.274.962	(12.889.659)	33.879.906

(*) Moneda constante a dic 2022

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
- EKF: Agencia dinamarquesa de crédito a las exportaciones.
- LME: London Metal Exchange. El aluminio es un commodity que opera en el LME.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables Garantizadas Serie 1

Monto Autorizado:	Hasta USD 100 millones ampliable hasta USD 150 millones.
Instrumento	ON Garantizada
Monto Emisión:	150 millones
Moneda de Emisión:	dólares
Fecha de Emisión:	9 de abril de 2019
Fecha de Vencimiento:	9 de abril de 2024 (5 años desde la fecha de emisión)
Amortización de Capital:	cuotas trimestrales e iguales una vez finalizado el período de gracia (desde 9 de julio de 2021)
Tasa de Interés:	Tasa fija 6,7%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral, desde 9 de julio de 2019
Condiciones de Hacer y no Hacer:	Cantidad de clientes designados mayor a tres en todo momento; la cobertura ("Coeficiente de Garantía por Créditos de Exportaciones de Aluminio Elegibles") no menor a 1,5x.
Garantías Personales:	No
Garantía:	Las obligaciones negociables estarán garantizadas mediante (i) el otorgamiento al Agente de la Garantía, de un derecho real de garantía (prenda) en primer grado de privilegio de todos los derechos de cobro de la Compañía bajo los contratos de exportación de aluminio con ciertos clientes y (ii) el otorgamiento al Agente de la Garantía de un derecho real de garantía (prenda) en primer grado de privilegio de todos los fondos depositados en la cuenta de cobranza afectada a la garantía, todo ello en beneficio de los Tenedores y de acuerdo a las disposiciones del Contrato de Garantía que está regido por las leyes del Estado de Nueva York.
Destino de los Fondos:	Financiamiento del giro comercial de su negocio y la cancelación de deuda de corto plazo
Ley Aplicable:	República Argentina (para las ON) y Estado de Nueva York, Estados Unidos de América (para el contrato de la garantía).

Obligaciones Negociables Serie 4

Monto Autorizado:	Hasta USD 60.6 millones
Monto Emisión:	USD 58.538.915
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares, pero suscripta y pagadera en pesos al tipo de cambio aplicable (dólar linked)
Fecha de Emisión:	7 de septiembre de 2022
Fecha de Vencimiento:	7 de septiembre de 2025
Amortización de Capital:	El capital será cancelado en un único pago equivalente al 100% del valor nominal en la fecha de vencimiento
Tasa de Interés:	0%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	La Compañía no recibirá fondos en efectivo por la emisión de las Obligaciones Negociables, ya que su integración se hará exclusivamente en especie mediante la entrega en canje de Obligaciones Negociables Serie 3. La emisión de las Obligaciones Negociables estará destinada a refinanciar la deuda de la Compañía de conformidad con lo previsto por el Artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables. Ver "Destino de los Fondos"
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	El rescate puede realizarse total o parcialmente, previa notificación de no menos de cinco (5) días hábiles y no más de quince (15) días hábiles de anticipación a los tenedores de las Obligaciones Negociables, a un precio de rescate hasta los 6 meses igual al 102% del monto del capital pendiente de pago, junto con el interés devengado a la fecha fijada para el rescate y los Montos Adicionales, y entre los 7 meses y un día antes de la fecha de vencimiento un precio igual al 101% del capital e intereses pendientes de pago.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Obligación Negociable Serie 5

Monto Autorizado:	Por hasta un valor nominal en conjunto con la Serie 6 de hasta USD 80 millones, ampliable hasta USD 150 millones
Monto Emisión:	A determinar
Moneda de Emisión:	Dólares Estadounidenses
Fecha de Emisión:	A determinar
Fecha de Vencimiento:	A los 36 meses desde la Fecha de Emisión y Liquidación
Amortización de Capital:	En un único pago en la fecha de vencimiento de la Serie 5. Pagaderos en pesos al tipo de cambio aplicable en la fecha de cálculo correspondiente.
Intereses:	A determinar
Cronograma de Pago de Intereses:	En forma trimestral
Destino de los fondos:	(i) la inversión en activos físicos situados en el país, (ii) refinanciación de pasivos; (iii) integración de capital de trabajo en el país; (iv) adquisición de fondos de comercio situados en el país; y/o (v) integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora, a la adquisición de participaciones sociales y/o financiamiento del giro comercial de su negocio.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	La Emisora tendrá el derecho, a su sola opción, de rescatar las Obligaciones Negociables Serie 5 a partir del mes 24 exclusive, total o parcialmente de acuerdo a como se establece en el Suplemento de Precio.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Obligación Negociable Serie 6

Monto Autorizado:	Por hasta un valor nominal en conjunto con la Serie 5 de hasta USD 80 millones, ampliable hasta USD 150 millones
Monto Emisión:	A determinar
Moneda de Emisión:	Dólares Estadounidenses
Fecha de Emisión:	A determinar
Fecha de Vencimiento:	A los 60 meses desde la Fecha de Emisión y Liquidación
Amortización de Capital:	En un único pago en la fecha de vencimiento de la Serie 6. Pagaderos en pesos al tipo de cambio aplicable en la Fecha de cálculo correspondiente.
Intereses:	A determinar
Cronograma de Pago de Intereses:	En forma trimestral
Destino de los fondos:	(i) la inversión en activos físicos situados en el país, (ii) refinanciación de pasivos; (iii) integración de capital de trabajo en el país; (iv) adquisición de fondos de comercio situados en el país; y/o (v) integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora, a la adquisición de participaciones sociales y/o financiamiento del giro comercial de su negocio.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	La Emisora tendrá el derecho, a su sola opción, de rescatar las Obligaciones Negociables Serie 6 a partir del mes 36 exclusive, total o parcialmente de acuerdo a como se establece en el Suplemento de Precio.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg. CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)**, en adelante **FIX**, realizado el **21 de abril de 2023** asignó en **AAA(arg)** a las Obligaciones Negociables Serie 5 y Serie 6 en conjunto por hasta USD 80 millones, ampliables por hasta USD 150 millones a ser emitidas por la compañía. A su vez, confirmó (*) en **AAA(arg)** la calificación de Emisor de Largo Plazo de **Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.** y de las siguientes Obligaciones Negociables emitidas por la compañía:

- Obligaciones Negociables Serie 1 por hasta USD 100 millones, ampliable hasta USD 150 millones emitidas por la compañía.
- Obligaciones Negociables Serie 4 por hasta USD 60.6 millones

La Perspectiva es Estable.

Categoría AAA(arg): "AAA" nacional implica la máxima calificación asignada por FIX en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones del país.

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 Argentina se agregará "(arg)".

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. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores 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.

*Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la del presente dictamen.

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en www.cnv.gov.ar):

- Balances trimestrales consolidados auditados hasta el 30/09/22 (3 meses), disponibles en www.cnv.gov.ar
- Balances anuales consolidados auditados hasta el 30/06/22 (12 meses), disponibles en www.cnv.gov.ar. Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & CO SRL.
- Suplemento de precio de la ON garantizada Serie 1, de fecha 25-03-19, disponible en www.cnv.gov.ar
- Suplemento de precio de las ON Serie 4, de fecha 22-08-22, disponible en www.cnv.gov.ar.
- Adicionalmente, se consideró la siguiente información de carácter privado:
- Suplemento de precio preliminar de las ON Serie 5 y Serie 6 provistas por el emisor el 13 de abril de 2023.

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: 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. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX 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 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.

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 S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR 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 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 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 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 S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR 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 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 S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR 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 S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR 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 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 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 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 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 S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR 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 S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.