

# Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.

## Factores relevantes de la calificación

**Asignación de calificación a ON Garantizada Serie 8:** FIX (afiliada de Fitch Ratings) confirmó la calificación de Emisor de Largo Plazo de Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C (Aluar) y de las ON vigentes en AAA(arg), Perspectiva Estable, y asignó en la misma categoría a las ON Garantizadas Serie 8 a ser emitidas por la compañía. En esta oportunidad Aluar ofrece un título garantizado, denominado en dólares por hasta USD 50 millones que podrá ser reducido o, en su caso, ampliado hasta USD 100 millones, con vencimiento a los 36 meses de la fecha de emisión y amortización del capital en cuatro cuotas trimestrales pagaderas en los meses 27, 30, 33 y 36 contados desde la fecha de emisión, tasa de interés fija a licitar y a ser integrada en efectivo.

**Fuerte perfil operativo:** La calificación se sustenta en el fuerte perfil operativo con un perfil financiero donde se espera que la compañía continúe con métricas de apalancamiento neto por debajo de 3x 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).

**Menor precio del aluminio compensado por aumento en el volumen de ventas:** La compañía evidenció a diciembre 2023 (año móvil) un EBITDA de \$ 97.853 millones, con un margen de 14%, por debajo de los valores promedio de los últimos cinco años (mediana de \$ 110.564 millones y 16,6%). Este descenso se explica principalmente por el menor margen bruto ante la significativa caída del precio del aluminio en el ejercicio con cierre a junio 2023, después de haber alcanzado niveles de 3.500 USD/ton en el primer semestre 2022 y la evolución del dólar oficial por debajo de la inflación. No obstante, a diciembre 2023 (6 meses) se observa una recuperación parcial del margen ubicándose en 18,3% versus 15,6% del mismo período del año anterior debido principalmente a la liquidación del 20% de las exportaciones a través de la compraventa de valores negociables; sumado al incremento interanual en las ventas del 11,4% (medidas en pesos constantes), dado que si bien los precios del aluminio retrocedieron un 7% entre el segundo semestre 2023 versus el mismo del 2022, la compañía logró incrementar su volumen de ventas en un 27%. Hacia adelante FIX espera que la compañía presente márgenes en torno a 20%, 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 35% 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 246 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.

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	AAA(arg)
ON Garantizada Serie 1	AAA(arg)
ON Serie 4	AAA(arg)
ON Serie 6	AAA(arg)
ON Garantizada Serie 7	AAA(arg)
ON Garantizada Serie 8	AAA(arg)

Perspectiva Estable

### Resumen Financiero

Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C			
Consolidado	31/12/23	30/06/23	
(\$ millones constantes diciembre 2023)			
	Año Móvil	12 Meses	
Total Activos	1.077.485	930.750	
Deuda Financiera	411.154	236.444	
Ingresos	699.443	664.465	
EBITDA	97.853	82.830	
EBITDA (%)	14,0	12,5	
Deuda			
Total/ EBITDA (x)	4,2	2,9	
Deuda Neta			
Total/ EBITDA (x)	2,8	2,5	
EBITDA/ Intereses (x)	6,8	14,2	

### Criterios Relacionados

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

### Informes Relacionados

Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, Diciembre 2023

### Analistas

Analista Principal  
 Gustavo Ávila  
 Senior Director  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8142

Analista Secundario  
 Lisandro Sabarino  
 Director Asociado  
[lisandro.sabarino@fixscr.com](mailto:lisandro.sabarino@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8110

Responsable del Sector  
 Cecilia Minguión  
 Senior Director  
[cecilia.minguión@fixscr.com](mailto:cecilia.minguión@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8123

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

## Liquidez y Estructura de Capital

**Incremento del apalancamiento:** La deuda total de Aluar se ubicaba a diciembre 2023 en USD 509 millones, por encima de los USD 281 millones al cierre de 2022 (junio). De igual forma, los ratios de apalancamiento neto crecieron en forma significativa a 2.8x desde 0.4x ante la caída del EBITDA y la mayor deuda. El incremento de esta última se encuentra vinculada a mayores inversiones de capital por la cuarta etapa del parque eólico con CAPEX por USD 125 millones y un fuerte aumento de los dividendos (USD 211 millones en el ejercicio 2023). FIX espera que el nivel de deuda se incremente luego de la emisión de la ON Clase 8, por hasta USD 50 millones que podrá ser reducido o, en su caso, ampliado hasta USD 100 millones con destino al pago de deudas con proveedores del exterior.

**Elevada flexibilidad financiera y adecuada liquidez:** Aluar evidenció una cobertura de caja y equivalentes más FGO que cubrían a diciembre 2023 1,8x la deuda corriente. 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 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 2023 fue del 94,5% (79,4% en el ejercicio anterior).

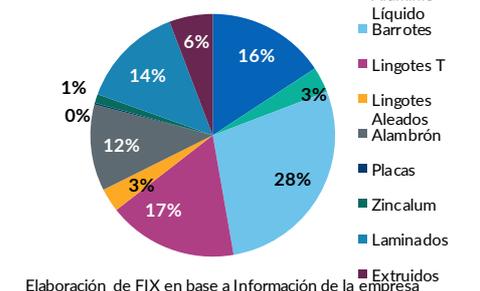
### Diversificación geográfica y de producto

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 amortiguar los riesgos de eventuales recesiones que afecten la demanda 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 2023, las exportaciones (división primario) se destinaron principalmente a Estados Unidos por un 64%, a Brasil por el 22%, a España por el 6% y a Japón por el 5%.

La empresa opera en los segmentos de aluminio primario y elaborados. La división aluminio primario representaba al cierre del ejercicio 2023 el 94% de las ventas en toneladas, 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 USD 1.600 millones. La última ampliación ocurrió en 2010-2011 donde se incrementó la capacidad disponible en 45.000 toneladas.

**Venta por segmento 2023**  
 %



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

La División Elaborados representaba al cierre de junio 2023 el 6% de las ventas en toneladas, 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. Si bien el porcentaje en toneladas es bajo, se destaca el mayor precio promedio por tonelada, llegando a representar cerca del 20% de la facturación.

La venta total en volumen de aluminio, alcanzó al cierre de junio 2023 las 383.834 toneladas (tns.), un 14% por encima del cierre 2022.

En cuanto a las ventas, la división Primario realizó ventas al cierre a junio 2023 por 360.730 tns. versus las 336.641 tns. del cierre anterior. Respecto a la división de Elaborados, el volumen de ventas al cierre 2023 fue de 23.104 tns. al cierre de 2022 con respecto a 20.422 tns. el año anterior.

En tanto, en volumen al cierre de 2023 las exportaciones representaron el 64.6% del total de toneladas vendidas por encima del cierre de 2022 que alcanzó el 63.5%.

#### **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 (32% a junio 2023). 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 1.460 /ton). 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 junio 2023, el aluminio se ubicó cerca de USD 2.100/USD 2.200, que si bien cayó en forma significativa desde sus máximos se ubica levemente por encima de los valores promedio históricos, conservando una buena relación con el precio de la alúmina (USD 345 a junio 2023). 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 (19% a junio 2023).

La energía eléctrica es el otro insumo principal necesario para la obtención de aluminio, a través del proceso de electrólisis, con una participación promedio del 15% del costo total (16% al cierre 2023). 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 2023 fue de 6.579.916 MWh, de los cuales el 94.0% corresponden al consumo de electrólisis y el 6.0% al resto de la Planta. Respecto al total del consumo eléctrico, el 58.9% fue abastecido por el parque de generación térmica de la Compañía, el 35% fue demandado al sistema eléctrico (provisto por Hidroeléctrica Futaleufú S.A.), y el 6.2% restante provino de la generación del Parque Eólico de la compañía.

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 m<sup>3</sup>/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 finalizó el proyecto de construcción de la etapa IV del Parque Eólico Aluar, que sumó 81 MW de potencia a la actual producción de energía renovable. Esto lleva 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 1.600 millones, 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 125 millones en el ejercicio con cierre a junio 2023), llevando el ratio de CAPEX/Ventas a dicha fecha a 10% versus 1,5% al cierre de junio 2022. 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.

Aluar es el único productor de aluminio primario de Argentina, su posición competitiva es muy fuerte, abasteciendo aproximadamente el 60% de las necesidades del mercado local, mientras que el 40% 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, más del 60% 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.

## Factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG)

Aluar cuenta con un Política de Gestión y Estrategias de Sostenibilidad basada en la gestión integrada de sus procesos, con objetivos de trabajo e indicadores de seguimiento asociados. La compañía suscribe a los lineamientos establecidos por la Organización Internacional del Trabajo (OIT) y está comprometida con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas (ODS).

En este sentido, los principales factores ambientales, sociales y de Gobierno Corporativo (ESG) evaluados para el sector de la Industria incluyen el seguimiento y mantenimiento de un adecuado Sistema de Gestión Ambiental y Social cuyos pilares son la reducción emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) directas e indirectas en toda su cadena de valor, el uso de energía (intensidad, eficiencia e incorporación de uso de fuentes renovables de energía, etc.), control de la calidad del aire, el tratamiento y reutilización interno de efluentes líquidos, la gestión de la biodiversidad y preservación del patrimonio y la gestión y tratamiento de todos los residuos y materiales reciclables alienados con la economía circular.

Aluar gestiona los riesgos y oportunidades vinculados a los factores ESG, incluyendo la implementación de un programa de integridad para asegurar el debido cumplimiento del Código de Principios, el desarrollo de relaciones de valor con sus colaboradores, la gestión de la seguridad y salud en el trabajo, el fortalecimiento de las instituciones de la sociedad civil, los programas de visitas/donaciones/Acción Comunitaria, entre otros ejes de trabajo en los cuales la Compañía enfoca sus esfuerzos. También se gestionan los recursos naturales y demás insumos para los procesos productivos, como el agua (con especial énfasis en zonas de stress hídrico). Dependiendo del tipo de industria, se considera el riesgo climático en la disponibilidad de los insumos en la cadena de valor, así como la trazabilidad en términos de materia prima sensible para identificar potenciales impactos en la biodiversidad.

Aluar es intensiva en la utilización de energía como parte del proceso productivo. Actualmente se autoabastece de energía, habiendo desarrollado a la fecha cuatro etapas de parques eólicos (246 MW), sumado a la represa existente, con la finalidad de ir reemplazando la energía que genera a partir de fuentes térmicas (59% energía térmica, 35% hidroeléctrica y 6% parques eólicos).

En relación con el Gobierno Corporativo FIX evalúa la independencia del directorio, su compromiso con la sustentabilidad, los mecanismos de control y toma de decisiones, la transparencia y la trayectoria de la compañía. También resulta significativo el reporte y seguimiento frecuente de métricas de gestión ESG y la comunicación transparente con los inversores y partes interesadas. Se consideran las emisiones de Bonos Temáticos o préstamos vinculados a proyectos con impacto ambiental y/o social positivo o vinculados a KPIs que mejoran la sustentabilidad del emisor.

## 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. China es el principal productor mundial con más de la mitad de la producción en el mundo. El fuerte aumento de la producción en China, 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 menos de un tercio de la cotización del 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 2.100/USD2.200 a junio de 2023, levemente por encima del promedio histórico, en torno a los USD 2.000.

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.

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 2.300 la tonelada en 2024 subiendo a USD 2.400 en 2025, para luego volver a los USD 2.300 a partir de 2026 y un promedio de USD 2.000 en el largo plazo.

Los supuestos de precio para el aluminio más bajos para 2024-2026 reflejan las expectativas de superávits de mercado en 2024 debido a la débil demanda (particularmente fuera de China). Las capacidades reducidas se están revirtiendo debido a la mejora del suministro de energía a medida que los costos de energía caen y los niveles de los depósitos en China resultan adecuados. Los supuestos revisados también incorporan el efecto del dólar más fuerte. Aun así, la demanda de aluminio se está beneficiando de la transición energética, incluido un mayor uso en el sector del transporte para reducir el peso de automóviles, aviones y material rodante, y como sustituto del cobre en ciertas aplicaciones eléctricas.

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 refinerías

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

A diciembre 2023 (6 meses) la compañía presentó una recuperación en su margen EBITDA, el que se ubicó en 18,3% frente a 12,5% en el ejercicio finalizado en junio 2023 y 15,6% a diciembre 2022, con un incremento interanual en las ventas del 11,4% (medidas en pesos constantes). Si bien los precios del aluminio retrocedieron un 7% entre el segundo semestre 2023 versus el mismo del 2022, la compañía logró incrementar su volumen de ventas en un 27%.

Hacia adelante, FIX espera que la compañía conserve sólidas métricas crediticias y mantenga su estructura de costos competitiva, en contexto actual de apreciación cambiaria y reducción de los elevados niveles de inflación expresados hacia el cierre de 2023 e inicios de 2024.

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 el 2023 y con un promedio en los últimos 5 años del 17,4%, a pesar de las fluctuaciones de precios del aluminio.

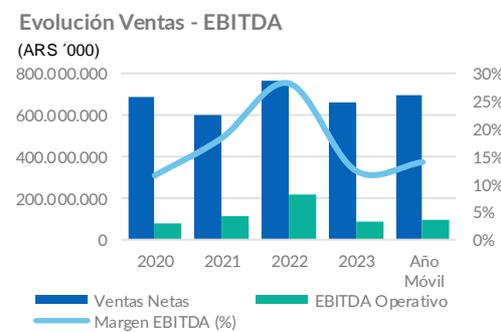
La empresa suele mantener los niveles de producción, incluso en períodos de menores volúmenes de ventas locales, con el objetivo de evitar sobrecostos por menores economías de escala. En épocas de menor demanda local, la compañía suele colocar su producción en los mercados externos.

### Flujo de Fondos

Al cierre del ejercicio 2023, Aluar presentó un FFL negativo de USD 203 millones, pese a la fortaleza de su Flujo de Caja Operativo por USD 133 millones, explicado por las mayores inversiones de capital (USD 125 millones en el período vs. USD 11 millones de mantenimiento) vinculado a la cuarta etapa del parque eólico y la fuerte distribución de dividendos (USD 211 millones vs. USD 35 millones en ejercicio 2022). Si bien el FFL evidenció un monto negativo significativo que derivó en un incremento del apalancamiento, FIX destaca la sólida generación interna de fondos de la compañía, con FFL positivo para el período de 6 meses a diciembre 2023 por USD 15 millones.



Fuente: Información de la empresa, FIX



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Liquidez y estructura de capital

Aluar ha mostrado históricamente una estructura de capital conservadora, actualmente con 73% de deuda de largo plazo sobre la deuda total. En el año móvil a diciembre 2023 presentaba un nivel de endeudamiento de 4,2x deuda/EBITDA y 2,8x deuda neta/EBITDA, con un fuerte incremento respecto a 0,7x y 0,4x registrado al cierre de junio 2022. La deuda se incrementó a USD 509 millones desde USD 281 millones al cierre del ejercicio 2022, para financiar las inversiones de capital y la distribución de dividendos mencionadas previamente. Por su parte, la cobertura de intereses con EBITDA era de 6,8x.

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 27,2% de la deuda era corriente.

A diciembre 2023, el 43% de la estructura de capital era deuda financiera, mientras que el otro 57% restante era patrimonio. Considerando las Series 1, 7 y 8 de Obligaciones Negociables, la mayoría de la deuda correspondería a deuda garantizada. Las ONs Series 4 y 6 emitidas 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 8% de las exportaciones. Si se considera que las exportaciones representan en promedio cerca del 70% de las ventas de la compañía, los flujos cedidos en garantía de la ON representarían un 6% de las ventas totales. Dicho porcentaje se espera que se eleve a 10% y 7% respectivamente, luego de ser emitida la ON Garantizada Serie 8.

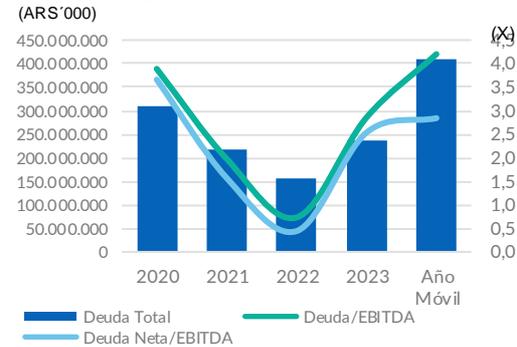
Aluar evidenció un descenso en los indicadores de liquidez relacionado al uso de fondos propios para avanzar con el parque eólico, lo que resultó en menores niveles de caja y equivalentes con una cobertura de caja y equivalentes más FGO que cubrían 0.8x la deuda corriente a junio 2023 (4.8x a junio 2022), aunque recuperando en el año móvil a diciembre 2023 hasta 1,8x luego del producido de la emisión de la ON Garantizada Serie 7. Asimismo, se destaca la elevada flexibilidad financiera en función de su trayectoria y perfil operativo.

### 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 712,5 millones (al cierre de junio 2023) 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 en el orden de USD 400 millones.

### Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## 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 Movil	Dic-23	2023	2022	2021	2020
Período	Últ. 12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	97.853.121	62.931.214	82.829.608	214.566.265	110.564.419	79.522.339
EBITDAR Operativo	97.853.121	62.931.214	82.829.608	214.566.265	110.564.419	79.522.339
Margen de EBITDA	14,0	18,3	12,5	28,2	18,3	11,6
Margen de EBITDAR	14,0	18,3	12,5	28,2	18,3	11,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(2,9)	3,5	(16,2)	5,2	12,8	6,8
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,8	5,8	9,4	18,9	7,7	4,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,8	5,1	14,2	21,4	8,0	2,7
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	6,8	5,1	14,2	21,4	8,0	2,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,8	0,9	0,8	3,5	1,9	0,5
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,8	0,5	0,8	3,5	1,9	0,5
FGO / Cargos Fijos	5,8	5,8	9,4	18,9	7,7	4,1
FFL / Servicio de Deuda	(0,0)	0,4	(1,0)	0,8	1,6	0,5
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	5,0	2,9	4,3	0,8	2,1	2,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,2	3,3	2,9	0,7	2,0	3,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,8	2,2	2,5	0,4	1,6	3,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	4,2	3,3	2,9	0,7	2,0	3,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,8	2,2	2,5	0,4	1,6	3,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,4	7,5	2,7	5,9	5,6	8,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	27,2	27,2	39,2	32,5	20,4	38,4
<b>Balance</b>						
Total Activos	1.077.485.017	1.077.485.017	930.750.140	954.607.293	819.224.480	859.036.027
Caja e Inversiones Corrientes	133.041.635	133.041.635	26.519.168	62.194.620	44.934.976	18.113.308
Deuda Corto Plazo	111.851.030	111.851.030	92.581.174	50.963.138	44.705.592	118.858.604
Deuda Largo Plazo	299.302.934	299.302.934	143.863.102	106.043.599	173.963.415	190.479.185
Deuda Total	411.153.964	411.153.964	236.444.275	157.006.737	218.669.006	309.337.789
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	411.153.964	411.153.964	236.444.275	157.006.737	218.669.006	309.337.789
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	411.153.964	411.153.964	236.444.275	157.006.737	218.669.006	309.337.789
Total Patrimonio	542.168.125	542.168.125	544.097.920	514.189.257	402.821.382	372.513.390
Total Capital Ajustado	953.322.089	953.322.089	780.542.195	671.195.994	621.490.388	681.851.179
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	68.685.042	59.088.662	48.828.565	179.678.067	91.833.276	91.598.260
Variación del Capital de Trabajo	(22.903.109)	(36.821.269)	21.987.368	(109.522.755)	(5.157.204)	90.093.333
Flujo de Caja Operativo (FCO)	45.781.934	22.267.393	70.815.933	70.155.312	86.676.073	181.691.593
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(32.294.300)	(10.115.301)	(66.472.548)	(11.097.914)	(9.335.401)	(81.979.259)
Dividendos	(33.667.914)	(14.075)	(112.117.423)	(19.334.808)	(52.886)	(53.329.568)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(20.180.280)	12.138.017	(107.774.038)	39.722.591	77.287.786	46.382.766
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	1.993.184	1.951.496	4.138.737	3.661.673	2.849.878	13.454.420
Variación Neta de Deuda	71.759.627	38.262.079	58.019.616	(11.817.822)	(28.896.561)	(89.759.530)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	(5.084)
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	53.572.530	52.351.591	(45.615.684)	31.566.442	51.241.103	(29.927.429)
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas Netas	699.442.558	343.035.652	664.464.617	760.730.017	603.389.974	686.201.233
Variación de Ventas (%)	N/A	11,4	(12,7)	26,1	(12,1)	(12,6)
EBIT Operativo	68.020.670	47.918.258	48.134.060	168.353.663	60.063.782	28.880.213
Intereses Financieros Brutos	14.335.343	12.297.476	5.820.137	10.021.047	13.805.053	29.340.812
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	105.980.326	(1.496.496)	142.426.804	131.180.876	31.997.016	(40.139.382)

(\*) Moneda constante a diciembre 2023

## 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 6

Monto Autorizado:	Por hasta un valor nominal de hasta USD 80 millones, ampliable hasta USD 150 millones
Monto Emisión:	USD 100 millones
Moneda de Emisión:	Dólares Estadounidenses (pagadero en pesos)
Fecha de Emisión:	27 de abril de 2023
Fecha de Vencimiento:	27 de abril de 2028
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:	0%
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

## Obligaciones Negociables Garantizadas Serie 7

Monto Autorizado:	Hasta USD 75 millones ampliable hasta USD 200 millones.
Instrumento	ON Garantizada
Monto Emisión:	USD 137,9 millones
Moneda de Emisión:	Dólares
Fecha de Emisión:	12 de octubre de 2023
Fecha de Vencimiento:	12 de octubre de 2028
Amortización de Capital:	12 cuotas trimestrales. Las primeras 11 cuotas serán iguales cada una y equivalentes al 8.33% y la última será del 8.37%. El primer pago de capital será realizado en la primer fecha de pago después del segundo aniversario de la fecha de emisión.
Tasa de Interés:	Tasa fija del 7%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
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 el próximo servicio de capital e interés.
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:	De acuerdo a lo provisto en el artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables.
Ley Aplicable:	República Argentina (para las ON) y Estado de Nueva York, Estados Unidos de América (para el contrato de la garantía).

## Obligaciones Negociables Garantizadas Serie 8

Monto Autorizado:	Hasta USD 50 millones, que podrá ser reducido o, en su caso, ampliado hasta un monto máximo de USD 100 millones.
Instrumento	ON Garantizada
Monto Emisión:	A determinar
Moneda de Emisión:	Dólares
Fecha de Emisión:	A determinar
Fecha de Vencimiento:	36 meses desde la fecha de emisión
Amortización de Capital:	4 cuotas trimestrales iguales, pagaderas en los meses 27, 30, 33 y 36 contados desde la fecha de emisión.
Tasa de Interés:	Tasa fija a determinar.
Cronograma de Pago de Intereses:	Primer pago semestral y luego trimestral.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	Cantidad de clientes designados no sea inferior a tres en todo momento; la cobertura ("Coeficiente de Garantía por Créditos de Exportaciones de Aluminio Elegibles") no menor a 1,5x el próximo servicio de capital e interés.
Opciones de rescate:	Por cuestiones impositivas y a opción de la compañía desde a partir del segundo aniversario de la fecha de emisión.
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 las Partes Garantizadas, especialmente de los Tenedores, y de acuerdo a las disposiciones del Contrato de Garantía que está regido por las leyes del Estado de Nueva York. Asimismo, conforme al Contrato de Garantía y lo establecido en las Normas sobre Exterior y Cambios, la Compañía podrá acumular en la cuenta de cobranza afectada a la garantía hasta el 125% del capital e intereses de las Obligaciones Negociables a abonar en el mes corriente y los siguientes seis meses calendario.
Destino de los Fondos:	Realizar pagos anticipados y/o a la vista y/o diferidos de importaciones de bienes a proveedores del exterior y/o pagos en forma directa a proveedores de servicios de fletes de importaciones de bienes no incluidos en su condición de compra pactada, en línea con lo dispuesto por los puntos 7.11.1.5 y/o 7.11.1.6. de las Normas sobre Exterior y Cambios.
Ley Aplicable:	República Argentina (para las ON) y Estado de Nueva York, Estados Unidos de América (para el contrato de la garantía).

## 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 **14 de marzo de 2024** confirmó\* en categoría **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 Garantizadas 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.
- Obligaciones Negociables Serie 6 por hasta USD 80 millones, ampliable por hasta USD 150 millones.
- Obligaciones Negociables Garantizadas Serie 7 por hasta USD 75 millones, ampliable por hasta USD 200 millones.

Asimismo, se asignó en categoría **AAA(arg)** la calificación del siguiente título a emitir por la compañía:

- Obligaciones Negociables Garantizadas Serie 8 por hasta USD 50 millones, que podrá ser reducido o, en su caso, ampliado hasta USD 100 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](http://www.cnv.gov.ar)):

- Balances trimestrales consolidados auditados hasta el 31/12/23 (6 meses), disponibles en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)
- Balances anuales consolidados auditados hasta el 30/06/23 (12 meses), disponibles en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar). Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & CO SRL.
- Suplemento de precio de las ON garantizadas Serie 1 y 7 y de las ON Serie 4 y 6, disponibles en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)

Adicionalmente, se consideró la siguiente información de carácter privado:

- Suplemento de precio preliminar de las ON Serie 8 provistas por el emisor el 5 de marzo de 2024.

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 (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificador-, 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](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 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. lleva 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.