

Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C. (Aluar)

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Emisor	AA+(arg)
ON garantizada Serie 1 por h/USD 100 MM, ampliable h/USD150 MM	AAA(arg)
ON Serie 2 (*)	AA+(arg)
ON Serie 3 (*)	AA+(arg)

(*) En conjunto por h/USD 15 MM, ampliable h/USD 60 MM

Rating Watch (Alerta)

Negativo

Resumen Financiero

(millones de AR\$)

	31/03/20	30/06/19
	NIIF	NIIF
	Año móvil	12 meses
Total Activos	81.149	83.636
Total Deuda Financiera	30.458	25.845
Ingresos	67.680	67.908
EBITDA	6.112	11.288
EBITDA (%)	9,0%	16,6%
Deuda/ EBITDA	5,0	2,3
EBITDA/ intereses	3,6	11,5

(*) Los datos están ajustados por inflación y expresados en moneda homogénea de marzo 2020.

Informes relacionados

Metodología de calificación de empresas registrado ante la CNV.

Responsable del sector

Cecilia Minguillón
Director Senior
5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Analista Principal

Pablo Cianni
Director Asociado
5235 8146
pablo.cianni@fixscr.com

Analista Secundario

Cándido Pérez
Analista
5235 8119
candido.perez@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificaciones y Rating Watch Negativo: FIX SCR S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX- confirma las calificaciones de Aluar y mantiene el Rating Watch (Alerta) Negativo, debido a las medidas de prevención contra el COVID-19 y la situación del mercado mundial del aluminio, que presionan sobre la generación de fondos y márgenes de la compañía. La compañía redujo su nivel de producción al 50% a fin de poder operar con un mayor nivel de seguridad, estando muy cerca de los mínimos operativamente posibles dado la naturaleza de su negocio. El mercado mundial del aluminio ha experimentado una sobreoferta con una demanda aún débil, lo que generó un exceso del nivel de inventarios y una caída de los precios, actualmente en unos USD/ton 1.650, por debajo de los USD/tn 1.800 en 2019, pero con cierta recuperación respecto a los mínimos de USD/ton 1.460 de hace 3 meses. Esto ha presionado sobre la generación de caja, por lo que FIX estima para el cierre fiscal a jun'20 una generación de EBITDA de unos USD 100 millones y márgenes del 11% (vis a vis USD 180 millones y 16,6% respectivamente, a jun'19), lo cual llevaría los ratios de apalancamiento por encima de 4x (2,2x a jun'19). Si bien la empresa exhibe elevadas primas de precios, se espera un contexto deprimido en la mayoría de los sectores abastecidos, principalmente el sector automotriz y la construcción.

Fuerte posición competitiva: Aluar es el único productor de aluminio primario en Argentina, con una capacidad de producción de 460.000 toneladas, abasteciendo el 85% de las necesidades del mercado local y con exportaciones del 75% de su producción, que ascienden en promedio a USD 750 millones al año, aunque a jun'20 FIX estima que las mismas bajen a unos USD 650 millones producto de la pandemia. Si bien Aluar es considerado un productor eficiente a nivel mundial, el incierto contexto internacional ha mermado su generación de EBITDA, que en el año móvil a mar'20 fue de unos USD 100 millones, con márgenes del 9,0%.

Adecuado acceso a principales insumos y bajo costo operativo: El acceso a las principales materias primas le permite a Aluar posicionarse dentro del segundo cuartil de la curva global de costos de producción, importando la alúmina a través de un contrato de largo plazo con ALCOA. El precio de este insumo había subido mucho en 2018 (hasta valores del orden de los USD/ton 600) y comenzó a bajar fuertemente en 2019, a valores promedio de unos USD/ton 340, acercándose a la proporción histórica respecto al precio del aluminio. El precio actual ya está en USD/ton 265 y hacia adelante esperamos que se mantenga la relación de precios. El otro insumo principal es la energía, que Aluar obtiene a muy buen costo a través de fuentes propias (concesión hasta 2025 de la represa Hidroeléctrica Futaleufú, autogeneración térmica y de energía eólica). El acceso al gas es fundamental para abastecer a las centrales térmicas, y Aluar cuenta con contratos de transporte firme con TGS y de abastecimiento de gas con varios de los principales productores, como CGC e YPF.

ON garantizada (Serie 1): La calificación de la ON garantizada contempla una mejora de un escalón respecto a la del emisor, dado que la estructura de la emisión otorga mejoras crediticias respecto a acreedores comunes, a través de la cesión de flujos de cobranzas específicas designadas de ciertos clientes del exterior, que representan cerca del 15% de las exportaciones de la compañía. La cobertura entre los flujos de las cobranzas designadas versus los servicios de deuda se estiman en 1.7x para el primer período de amortización de capital, en jul'21. Las coberturas de intereses seguirán holgadas hasta 2021, momento en que la compañía comenzará a generar Flujo de fondos libre positivo por unos USD 50 millones anuales, tras haber finalizado el plan de inversiones. Considerando también los préstamos de EKF por USD 122,5 millones, amortizables hasta 2034, la proporción de deuda garantizada sobre la deuda total asciende al 56%.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría bajar en caso de una prolongación en el tiempo del actual contexto, con precios y demanda débiles, que presionen a niveles mínimos de operación que disminuyan 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. En cuanto a la deuda garantizada, toda regulación que afecte los términos y condiciones de la estructura, y/o una reducción del ratio de cobertura (cobranzas cedidas/servicio de deuda) por debajo de 1,4x, podrían hacer equiparar la calificación de la ON Serie 1 a la del emisor. Asimismo, una baja en la calificación del emisor provocaría una baja en la calificación de la emisión.

Dada el complejo entorno operativo y la volatilidad intrínseca del sector en cuanto a precios y volúmenes, no visualizamos una suba de calificación en el corto plazo.

Liquidez y estructura de capital

Mayor apalancamiento y elevada flexibilidad financiera: En el actual contexto operativo producto de la pandemia, FIX estima que el ratio de deuda/EBITDA quedará por encima de 4x a jun'20. En el año móvil a mar'20 ha incrementado su nivel de endeudamiento, llegando a un ratio deuda/EBITDA de 4,7x (medido en dólares), muy por encima del promedio de los últimos cinco años, producto del plan de inversiones y de la reducción de la rentabilidad por el deterioro del entorno operativo. La cobertura de intereses con EBITDA es a mar'20 de 3,6x. A mar'20 la empresa contaba con caja por USD 68 MM, y vencimientos de ON en el corriente año por USD 7,5 millones. Aluar cuenta además con inventarios de aluminio por unas 58.000 tons., que son de rápida realización, y tiene un importante acceso a los mercados financieros locales e internacionales. Tras la emisión de la ON por USD 150 MM en abr'19, que permitió cancelar parte de la deuda por prefinanciación de exportaciones, la proporción de deuda de corto plazo se redujo a cerca del 47%, desde el 85% en mar'19. Aluar planea la emisión de dos series de ON por hasta USD 60 MM, dólar linked a 24 y 36 meses.

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. Sin embargo, por efecto del COVID19, la compañía decidió reducir su nivel de producción en un 50% desde fines de marzo 2020, hasta que se normalice la situación. Esto le permitirá seguir disminuyendo su nivel de inventarios, pero FIX estima que debido a la pandemia se resentirá la generación de EBITDA, que a jun'20 podría reducirse a unos USD 100 millones con márgenes del orden del 11%, por menor demanda y precios, un valor muy por debajo del promedio de los últimos 10 años.

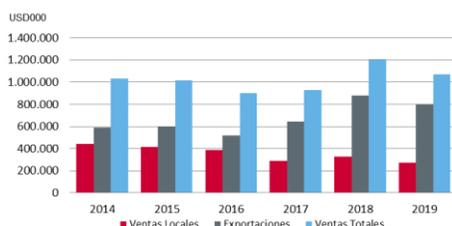
Hasta 2016 las exportaciones significaban el 70% de las ventas de la compañía en toneladas y 60% en términos de facturación. En los últimos tres años estas proporciones se incrementaron a 79% y 72% respectivamente, dado que la compañía colocó en mercados extranjeros los stocks acumulados en períodos anteriores y el volumen que no pudo vender localmente por la caída en el nivel de actividad doméstico.

El volumen de ventas en el exterior se recuperó de la fuerte reducción de 2015, promediando en los últimos tres años unos USD 750 millones. Por el COVID19, esperamos una reducción de las mismas a USD 650 millones a jun'20, para subir a USD 700 millones en 2021 y volver a estar en USD 750 millones hacia 2022.

Diversificación geográfica y de producto:

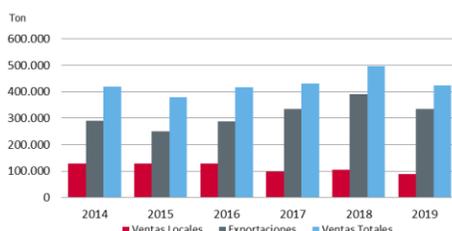
Aluar tiene una buena diversificación geográfica de sus exportaciones, destacándose Estados Unidos, Brasil y Japón entre los principales destinos. Esto le permite mitigar los riesgos de eventuales caídas de la economía en algún país o región. Las contrapartes son empresas de primer nivel mundial como Mitsubishi Corporation, Trafigura Trading LLC, Sumitomo Corporation, Tempo Global Resources LLC (ex Hunter Douglas Metals LLC), 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. Por la cuota máxima de 180.000 toneladas de exportación de aluminio libre

Ventas Totales en USD



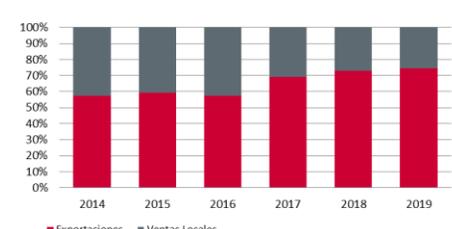
Elaboración: Fix Scr, Información de la empresa

Ventas Totales en toneladas



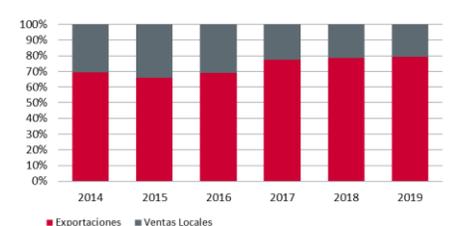
Elaboración: Fix Scr, Información de la empresa

% de Ventas (en USD) por mercado



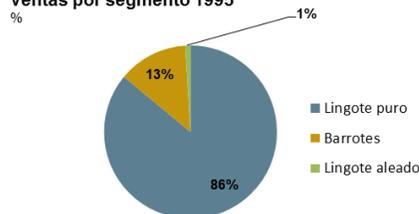
Elaboración: Fix Scr, Información de la empresa

% de Ventas (en ton) por mercado



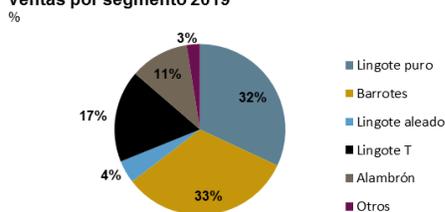
Elaboración: Fix Scr, Información de la empresa

Ventas por segmento 1995



Elaboración: Información de la empresa

Ventas por segmento 2019



Elaboración: Información de la empresa

de aranceles impuesta por Estados Unidos, en 2019 hubo una disminución de las exportaciones totales respecto al año anterior, dado que una demanda algo mayor por parte de Brasil no alcanzó para compensarla. De todos modos este volumen es similar al promedio histórico exportado a Estados Unidos. Por efectos del COVID19, FIX espera una reducción tanto de las exportaciones como de la venta al mercado interno, que si bien tiene una mayor prima de precio, tiene una demanda muy deprimida desde hace más de dos años, principalmente en los sectores automotriz y de la construcción.

La empresa opera en los segmentos de aluminio primario y elaborados. La división aluminio primario tiene una capacidad de producción de 460.000 toneladas por año y explica el 92% 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 División Elaborados presenta volúmenes acotados, 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, barras, tubos, laminados y papel de aluminio, 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.

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 35/40% de los costos de producción. Para su producción actual 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.

La energía eléctrica es el otro insumo principal necesario para la obtención de aluminio, a través del proceso de electrólisis, con una participación del 20% 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 los parques eólicos, cuya última etapa se inauguró en ene'20. La capacidad de generación de energía a la que tiene acceso Aluar casi duplica la demanda de la planta.

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 como 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 feb'19 y la energía producida es vendida a terceros, mediante contratos en el MATER. La segunda etapa de 60 MW entró en operaciones en sept'19, y la tercera etapa por 54 MW en ene'20. Estas dos últimas etapas se destinan a consumo de la planta. La eficiencia energética de Aluar

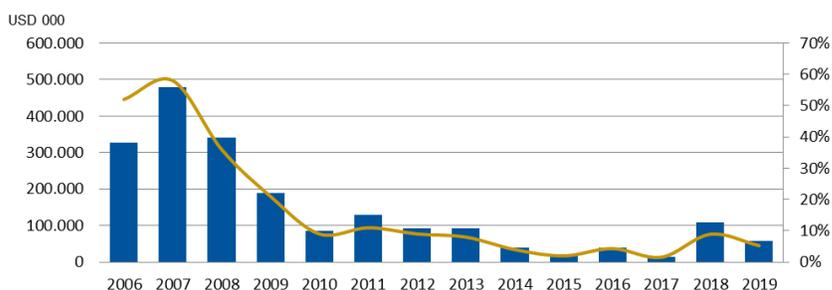
es fundamental para mantenerse como un jugador competitivo en la parte baja de la curva de costos de la industria.

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:

Inversiones de Capital



Elaboración: Fix Scr; Información de la Empresa

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 superiores a USD 2.000MM, 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.

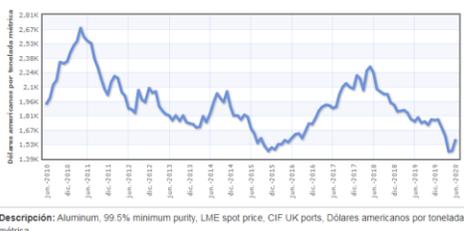
Las inversiones para el ejercicio fiscal a jun'2020 estuvieron vinculadas fundamentalmente a los proyectos eólicos ya inaugurados, cuyas tres etapas demandaron una inversión total de unos USD 230 millones. El plan de mantenimiento de la planta industrial se estima en unos USD 11 millones.

Riesgo del sector

Por el efecto del COVID19 en la economía global, la demanda mundial de aluminio podría caer un 8% este año, con lo cual la producción actual puede generar un exceso de oferta de unos 4 a 6 millones de toneladas, similar a la de 2009, que tardó años en ser digerida por la industria. Esta sobreoferta podría seguir repercutiendo en los precios, lo cual terminará impactando en la rentabilidad de los productores. Entre los principales sectores demandantes de aluminio se encuentran el sector de la construcción, automotriz, sector eléctrico y empaque. La mayoría de estos segmentos muestran una fuerte elasticidad con el nivel de actividad económica.

A nivel local dichos sectores se mantuvieron deprimidos desde 2018, en especial el sector automotriz y de construcción. Como resultado, los despachos de Aluar al mercado local disminuyeron a valores cercanos a las 80.000 toneladas, cuando los promedios históricos eran superiores a las 105.000 toneladas. De todos modos Aluar siempre ha podido colocar en el exterior el volumen que no fue absorbido localmente, destinando alrededor del 75%/80% de su producción a los mercados externos, con lo cual su generación de fondos, si bien 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.

La volatilidad de precios y la pro ciclicidad de la demanda se constituyen como los principales riesgos de la industria. Teniendo en cuenta una demanda deprimida por efecto de la pandemia, FIX espera una reducción de la oferta que permita ir reduciendo stocks a nivel mundial en los próximos años, y que a su vez provoque una leve suba de precios en el LME por encima de los actuales USD/ton 1.650. Sin embargo existe el riesgo de que las autoridades chinas sigan



subsidiando a los productores menos eficientes, aún a pesar de los aranceles de Estados Unidos, manteniendo la oferta y deprimiendo los precios.

Desde 2018 se observa una desaceleración de la oferta mundial, en parte por los esfuerzos de China en reducir la producción, tanto por temas de polución como también por una cuestión de costos (alrededor de un 20% de los productores chinos están por encima del LME en la curva de costos), como también por los aranceles aplicados por Estados Unidos dentro de la guerra comercial con Rusia y China.

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 tn. China es el principal productor mundial, con una participación del 57% de la producción mundial en 2019. 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 60%), 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.

La industria del aluminio tiene un mercado de referencia, el London Metal Exchange (LME), que aporta principalmente transparencia y liquidez. 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.

Posición competitiva

Aluar es un productor de aluminio de bajo costo. 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. En el actual contexto es igualmente esperable una reducción de márgenes y de flujos, por menor demanda y precios deprimidos.

Siendo 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. Las altas barreras de entrada propias de la industria le permiten a Aluar cobrar primas por encima del precio de exportación para el aluminio primario.

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.

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 oct'09, 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 de riesgo

Riesgos por efecto del COVID19: Por efectos de la pandemia la empresa decidió reducir su nivel de producción en un 50% hasta que se den las condiciones que le permitan recuperar el nivel normal de actividad. Además de una menor demanda mundial, por caída de los sectores a los que abastece como el automotriz, la compañía podría también experimentar dificultades logísticas para tratar de colocar sus productos. Una prolongación en el tiempo de esta situación puede impactar negativamente en la generación de fondos de la compañía, en sus métricas crediticias y en las coberturas de servicios de deuda. En el actual contexto, Fix estima un EBITDA a jun'20 de unos USD 100 millones (vis a vis USD 180 millones a jun'19), y un ratio de endeudamiento por encima de 4x (2,2x a jun'19).

Riesgo de precio en la compra de alúmina: La nueva modalidad de determinación del precio de la alúmina, 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.

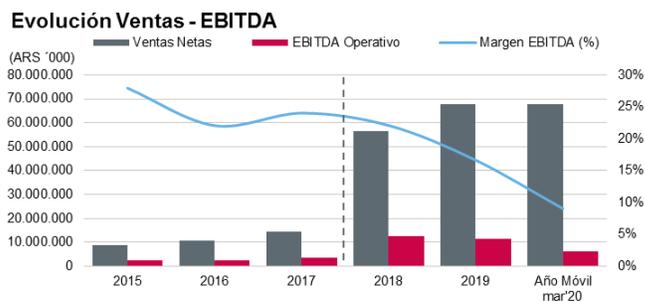
Riesgo por baja diversificación operacional: Al tener una única planta para la producción de aluminio primario, Aluar tiene una baja diversificación operacional, lo que implica riesgos ante eventos que provoquen una parada de planta. El mismo se encuentra mitigado por seguros contratados con compañías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

Para el período a jun'20, por efecto de la pandemia esperamos una rentabilidad cercana al 11%, inferior a la de jun'19 (del 17%), con una generación de EBITDA de unos USD 100 millones (vis a vis USD 180 millones a jun'19). Hacia adelante FIX prevé una mejora gradual del margen, a valores promedio del 16/18%, producto de una mejora en los precios del aluminio (por una racionalización de la oferta de China), acompañada por una suave recuperación del mercado local, que le brinda a la compañía mejores primas de precio.



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% y con un promedio en los últimos 5 años hasta jun'19 del 23%, 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. Sin embargo, por efecto del COVID19, Aluar ha decidido reducir su nivel de producción en un 50% desde fines de marzo de 2020, hasta que se normalice la situación.

La nueva modalidad de determinación del precio de la alúmina al precio spot podría presionar los márgenes en caso que dicho precio se dispare como ocurrió a mediados de 2018 por menor producción en la refinera Alunorte Brasil, una huelga en Alcoa Australia y las sanciones impuestas por Estados Unidos al accionista controlante de Rusal, llevando el precio de la alúmina por encima de los USD/ton 600 durante un par de meses. Normalmente la misma está correlacionada con el precio del aluminio, que es su principal uso, y actualmente volvió a valores cercanos a los USD/ton 265.

Flujo de fondos

FIX espera para el ejercicio 2020 un flujo de fondos libre positivo, debido a una variación de capital de trabajo positiva por la fuerte reducción de inventarios que está llevando a cabo la compañía (desde 205 días de stock a jun'19 a 150 días a mar'20). El flujo libre se equilibraría en el ejercicio 2021, por una recomposición del capital de trabajo, para luego volver a ser positivo hacia adelante, en unos USD 50 millones al año, tras ya haber concluido las inversiones en los parques eólicos.

Flujo de Fondos

ARS '000	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Año Móvil mar'20
Ventas	7.011.167	8.749.156	10.818.136	14.344.431	56.620.383	67.907.825	67.679.544
Flujo Generado por las Operaciones	1.489.164	1.469.167	1.896.704	3.263.765	7.917.550	3.753.628	10.102.362
Variación del Capital de Trabajo	(538.893)	(1.662.396)	(1.126.498)	(1.024.484)	(2.835.978)	(6.731.374)	10.704.202
Flujo de Caja Operativo	950.271	(193.229)	770.206	2.239.281	5.081.572	(2.977.746)	20.806.564
Inversiones de Capital	(301.032)	(162.751)	(469.299)	(223.364)	(5.273.134)	(3.570.568)	(7.892.467)
Dividendos	(69.390)	(35.011)	(140.431)	(655.651)	(12.722.910)	(4.944.366)	(4.612.998)
Flujo de Fondos Libre	579.849	(390.991)	160.476	1.360.266	(12.914.472)	(11.492.679)	8.301.099

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La compañía presenta una sólida generación interna de fondos, y en los últimos años ha financiado en parte fuertes necesidades de capital de trabajo. Aluar mostró un flujo de fondos libre (FFL) negativo en los años de más fuertes inversiones, correspondientes al plan de ampliación (2006-2008), mientras que desde esa fecha redujo el ritmo de inversiones tornando positivo su flujo de fondos libre (con excepción de 2015), y en consecuencia logrando reducir su endeudamiento desde 2012.

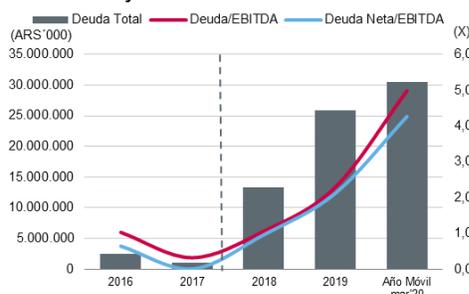
Recién en 2018 el FFL volvió a ser negativo, dado que la compañía se embarcó en un plan de inversiones para la construcción de un parque eólico en 3 etapas, la primera de ellas con fondos propios. Asimismo, en 2018 hubo una importante distribución de dividendos, por unos \$ 12.700 millones (ajustado por inflación).

Liquidez y estructura de capital

Considerando el complejo entorno operativo producto de la pandemia, que reduce la generación de EBITDA de la compañía, FIX considera que el ratio de endeudamiento/EBITDA se incrementará por encima de 4x para jun'20, mientras que las coberturas de intereses seguirán holgadas hasta jul'21, cuando vence la primera cuota de capital de la ON, momento en que la compañía comenzará a generar Flujo de fondos libre positivo.

Aluar ha mostrado históricamente una estructura de capital conservadora, actualmente con 53% de deuda de largo plazo sobre la deuda total. Sin embargo, en el año móvil a mar'20 ha incrementado su nivel de endeudamiento, llegando a un ratio deuda/EBITDA de 4,7x (medido en dólares), muy por encima del promedio de los últimos cinco años, producto del plan de inversiones y de la reducción de la rentabilidad por el deterioro del entorno operativo. La cobertura de intereses con EBITDA es a mar'20 de 3,6x. A mar'20 la empresa contaba con una liquidez adecuada, con caja por USD 68 MM y con inventarios de aluminio (adicionales a las necesidades comerciales) por unas 58.000 tons. a mar'20, los cuales tienen una rápida realización.

Deuda Total y Endeudamiento



(*)Desde 2018 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Tras la emisión de la ON por USD 150 MM en abr'19, que permitió cancelar parte de la deuda por prefinanciación de exportaciones, la proporción de deuda de corto plazo se redujo a cerca del 47%, desde el 85% en mar'19.

Con los préstamos conseguidos a través de EKF (Denmark's Export Credit Agency) a 15 años con amortización trimestral, por USD 122,5 millones (ya desembolsados), la deuda de Aluar a mar'20 era de USD 472 millones, casi toda nominada en moneda extranjera, con un adecuado perfil de vencimientos, de los cuales USD 185 millones corresponden a prefinanciación de exportaciones.

Prácticamente no existe riesgo de descalce de moneda, dado que tanto el 100% de los ingresos y la deuda, como también el 80% de los costos son en moneda extranjera.

Las Obligaciones Negociables Serie 1 por hasta USD 150 millones están garantizadas mediante la cesión de derechos de cobro de la compañía bajo ciertas operaciones de exportación con clientes designados, principalmente de Estados Unidos y Japón. Inicialmente fueron designados 5 clientes de un listado más amplio, los cuales recibirán instrucciones de pago irrevocables de realizar todos los pagos adeudados a la compañía en la Cuenta de Cobranza en custodia del Agente de la Garantía (Citibank N.A.). Cuando el ratio entre las cobranzas a los clientes designados y el servicio de deuda alcanza un valor de 1,5x, se mantiene en la cuenta de cobranza el equivalente al próximo servicio de deuda y se libera a la compañía el resto de los flujos. La compañía puede incorporar más clientes a la lista de designados en caso de no estar alcanzando el ratio de 1,5x.

A mar'20, el 47% de la estructura de capital era deuda financiera, mientras que el otro 53% era patrimonio. Con la emisión de la ON garantizada por hasta USD 150 millones, y teniendo en cuenta que los préstamos con EKF también están garantizados con características similares, la proporción de Deuda garantizada sobre el total de Deuda es del 56%. La porción de deuda garantizada sobre el Capital ajustado es del 26%.

Los flujos comprometidos por la cesión en garantía de derechos de cobro de la compañía con los clientes designados representan en promedio algo más del 15% de las exportaciones de los últimos 5 años. Teniendo en cuenta 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.

Teniendo en cuenta las cobranzas proyectadas de los clientes designados, la cobertura del servicio de deuda al momento del pago de la primera cuota de capital (en jul'21), es de 1,7x, la cual consideramos adecuada. Tomando el peor de los últimos 5 años de cobranzas a dichos clientes, el ratio de cobertura alcanza un mínimo de 1,55x.

Aluar planea la emisión de dos nuevas series de Obligaciones Negociables por en conjunto hasta USD 60 millones, dólar linked, a 24 y 36 meses, para financiar capital de trabajo.

Fondeo y flexibilidad financiera

Aluar tiene un importante acceso a los mercados financieros locales e internacionales a través de prefinanciación de exportaciones (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 US\$ 750 MM le otorga un importante acceso al crédito y disminuye el riesgo de refinanciación de su deuda de corto plazo. 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, HSBC, BBVA, Nación, Provincia, Ciudad, etc). Los vencimientos de capital están escalonados en el tiempo y se consideran manejables dada su generación de fondos.

Adicionalmente, a mar'20 Aluar disponía de inventarios de aluminio del orden de las 58.000 tons por encima de los requerimientos comerciales del negocio, que eventualmente podrían monetizarse con relativa facilidad.

Anexo I. Resumen Financiero

(*) Los datos desde 2018 han sido ajustados por inflación, con lo cual no son comparables con los de períodos anteriores. FIX ha actualizado a moneda homogénea a mar'20 los estados contables al 30/06/2018 y 30/06/2019, utilizando el Coeficiente de Actualización publicado por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas. Los indicadores correspondientes a mar'20 se han estimado anualizando las cifras del período.

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

(miles de ARS, año fiscal finalizado en junio)

Cifras Consolidadas	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda	NIIF	NIIF
	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)		
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	mar-20	2019	2018	2017	2016
Período	Últ. 12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Coefficiente de fecha de cierre		305,55	225,54	225,54		
Coefficiente de actualización		305,55	305,55	305,55		
Ratio de ajuste		1,00	1,35	1,35		
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	6.111.727	6.104.534	11.287.544	12.497.898	3.445.017	2.385.989
EBITDAR Operativo	6.111.727	6.104.534	11.287.544	12.497.898	3.445.017	2.385.989
Margen de EBITDA	9,0	12,7	16,6	22,1	24,0	22,1
Margen de EBITDAR	9,0	12,7	16,6	22,1	24,0	22,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	12,3	10,7	(16,9)	(22,8)	9,5	1,5
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	7,0	8,0	4,8	30,7	30,3	7,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,6	3,8	11,5	46,8	30,9	8,5
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	3,6	3,8	11,5	46,8	30,9	8,5
EBITDA / Servicio de Deuda	0,4	0,5	0,8	0,9	3,7	1,0
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,4	0,4	0,8	0,9	3,7	1,0
FGO / Cargos Fijos	7,0	8,0	4,8	30,7	30,3	7,8
FFL / Servicio de Deuda	0,6	0,5	(0,8)	(0,9)	1,6	0,2
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	2,6	1,8	5,5	1,6	0,3	1,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,0	3,7	2,3	1,1	0,3	1,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,3	3,2	2,1	1,0	0,0	0,6
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	5,0	3,7	2,3	1,1	0,3	1,0
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	4,3	3,2	2,1	1,0	0,0	0,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,0	7,5	5,0	3,7	6,3	13,6
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	47,6	47,6	48,5	100,0	74,8	81,8
Balance						
Total Activos	81.148.758	81.148.758	83.635.956	69.988.339	13.603.749	12.849.064
Caja e Inversiones Corrientes	4.393.752	4.393.752	1.937.917	1.248.152	1.079.513	919.411
Deuda Corto Plazo	14.512.984	14.512.984	12.545.267	13.240.792	817.144	2.001.753
Deuda Largo Plazo	15.944.742	15.944.742	13.299.305	3.837	275.241	444.574
Deuda Total	30.457.726	30.457.726	25.844.573	13.244.629	1.092.385	2.446.327
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	30.457.726	30.457.726	25.844.573	13.244.629	1.092.385	2.446.327
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	30.457.726	30.457.726	25.844.573	13.244.629	1.092.385	2.446.327
Total Patrimonio	33.927.291	33.927.291	37.341.698	36.569.514	9.385.463	8.155.031
Total Capital Ajustado	64.385.017	64.385.017	63.186.271	49.814.143	10.477.849	10.601.358
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	10.102.362	11.136.027	3.753.628	7.917.550	3.263.765	1.896.704
Variación del Capital de Trabajo	10.704.202	6.054.135	(6.731.374)	(2.835.978)	(1.024.484)	(1.126.498)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	20.806.564	17.190.163	(2.977.746)	5.081.572	2.239.281	770.206
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(7.892.467)	(7.431.520)	(3.570.568)	(5.273.134)	(223.364)	(469.299)
Dividendos	(4.612.998)	(4.611.231)	(4.944.366)	(12.722.910)	(655.651)	(140.431)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	8.301.099	5.147.412	(11.492.679)	(12.914.472)	1.360.266	160.476
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	509.674	1.113.556	(69.573)	261.425	153.923	(94.065)
Variación Neta de Deuda	(5.961.381)	(4.255.979)	11.696.266	8.587.283	(1.040.626)	(196.124)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	2.849.392	2.004.988	134.014	(4.065.764)	473.563	(129.713)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	67.679.544	48.178.147	67.907.825	56.620.383	14.344.431	10.818.136
Variación de Ventas (%)	N/A	(0,5)	19,9	N/A	32,6	23,6
EBIT Operativo	2.167.062	3.209.745	7.093.962	7.706.008	2.897.098	1.841.945
Intereses Financieros Brutos	1.693.389	1.589.398	983.732	266.995	111.503	279.085
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(57.969)	(1.687.924)	9.124.070	2.802.097	1.949.440	1.193.480

(*) Moneda constante a mar'2020

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 del Instrumento

Obligaciones Negociables Garantizadas Serie 1 por hasta USD 100 MM, ampliable hasta USD 150 MM

Instrumento:	ON garantizada
Monto emitido:	150 millones
Moneda de Emisión:	dólares
Fecha de vencimiento	9 de abril de 2024 (5 años desde la fecha de emisión que fue el 9 de abril de 2019)
Periodo de Gracia:	2 años
Amortización de capital:	cuotas trimestrales e iguales una vez finalizado el período de gracia (desde 9 de julio 2021)
Tasa de intereses fija:	6,70%
Cronograma de Pago de Intereses:	trimestral, desde 9 de julio 2019
Condiciones de Hacer y no Hacer:	Cantidad de clientes Designados mayor a tres en todo momento; la cobertura ("Coeficiente de Garantía por Créditos por 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:	Republica Argentina (para las ON) y Estado de Nueva York, Estados Unidos de América (para el contrato de la garantía)

Obligaciones Negociables Serie 2

Monto Autorizado:	por hasta un valor nominal en conjunto con la Serie 3 de hasta USD 15 millones, ampliable hasta USD 60 millones
Monto Emisión:	a emitir
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares, pero suscripta y pagadera en pesos al tipo de cambio aplicable (dólar linked)
Fecha de Emisión:	a emitir
Fecha de Vencimiento:	a los 24 meses de la fecha de emisión
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:	Tasa fija
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	i) para financiar el giro comercial de su negocio, ii) para la cancelación de deuda de corto plazo. Mientras se encuentren pendientes de aplicación, la emisora podrá invertir los fondos transitoriamente en instrumentos financieros líquidos de alta calidad.
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

Obligaciones Negociables Serie 3

Monto Autorizado:	por hasta un valor nominal en conjunto con la Serie 2 de hasta USD 15 millones, ampliable hasta USD 60 millones
Monto Emisión:	a emitir
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares, pero suscripta y pagadera en pesos al tipo de cambio aplicable (dólar linked)
Fecha de Emisión:	a emitir
Fecha de Vencimiento:	a los 36 meses de la fecha de emisión
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:	Tasa fija
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	i) para financiar el giro comercial de su negocio, ii) para la cancelación de deuda de corto plazo. Mientras se encuentren pendientes de aplicación, la emisora podrá invertir los fondos transitoriamente en instrumentos financieros líquidos de alta calidad.
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

Anexo IV. Dictamen de calificación.

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION 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 **22 de julio de 2020** confirmó(*) en la categoría **AA+(arg)** la calificación del emisor otorgada a **Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.** y en categoría **AAA(arg)** la calificación de las Obligaciones Negociables garantizadas Serie 1 por hasta USD 100 MM, ampliable hasta USD 150 MM. Asimismo se asignó en **AA+(arg)** la calificación de las ON Serie 2 y Serie 3, por en conjunto hasta USD 15 MM, ampliable hasta USD 60 MM, a ser emitidas por la compañía.

Se mantiene en **Rating Watch (Alerta) Negativo** a las calificaciones de Aluar.

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.

Categoría AA(arg): "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

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)".

Rating Watch (alerta): una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Negativo" en caso de una potencial baja. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo. El disparador del RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El periodo en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador (por ejemplo, un cambio en la estructura accionaria o una aprobación regulatoria). El RW se extenderá para cubrir el periodo en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza.

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.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a:

Información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en www.cnv.gob.ar):

- Balances auditados hasta el 31-03-20. 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.
- Hechos relevantes publicados por la compañía.

Información de carácter privado, enviada por el emisor:

- Borrador del Contrato de la garantía, a través de email de fecha 13/3/19.
- Borrador del Suplemento de precio de las ON Serie 2 y Serie 3, a través de email de fecha 20-07-20.
- Información de gestión.

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 los 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: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO 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 la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los 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 de 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 independientes 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. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR 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 afirmó 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 no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido 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, 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. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y 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.