

Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación y canje ON Serie 3: FIX (afiliada de Fitch Ratings) - en adelante FIX- confirmó la calificación de Emisor de Largo Plazo en AA+(arg) y asignó también en AA+(arg) a las ON Serie 4 por hasta USD 60.6 millones a ser emitidas por Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C (Aluar). Las mismas serán ofrecidas en canje de las ON Serie 3 con vencimiento en julio de 2023 a tasa 0% y con vencimiento a los 36 meses de la fecha de emisión. La calificación se sustenta en su sólido perfil exportador y posición competitiva, su bajo apalancamiento con buenas coberturas de intereses y la normalización gradual de la producción post pandemia con mejoras en los márgenes y EBITDA ante precios del aluminio por sobre el promedio histórico.

Normalización del nivel de producción: La compañía por la pandemia tuvo que reducir su nivel de producción al 50% y luego lo fue incrementando hasta operar a la fecha al 94%. La compañía informó que resolvió las cuestiones de fondo respecto a la plena aplicabilidad del contrato vigente de abastecimiento de potencia y energía eléctrica entre Hidroeléctrica Futaleufú y Aluar, lo que derivó en un gradual incremento en la producción, esperando alcanzar la plena capacidad productiva hacia el segundo semestre de 2022. La energía es uno de los principales costos de la compañía (electrolisis) y el actual régimen permite la adquisición del mismo con condiciones que le permiten mantenerse a Aluar como un productor competitivo.

Mejora en el desempeño: La compañía presenta una significativa mejora en su desempeño, presentando a marzo 2022 (año móvil) un EBITDA cercano a los USD 340 millones (cerca de USD 160 millones al cierre de junio 2021). La mejora en el desempeño, incluyendo un mayor margen (26.8% a marzo 2022 año móvil vs. 18.3% a junio 2021), se explica por un fuerte incremento en el precio del aluminio, que en su pico superó los USD 4000 la tonelada y que a la fecha bajó a cerca de USD/ton. 2500, aunque por encima de los promedios históricos, conservando una buena relación de precio contra la alúmina. El incremento en el precio mundial del aluminio obedece a una mayor demanda que provino principalmente de la recuperación en los sectores abastecidos, principalmente el de construcción y por la guerra 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. Hacia adelante FIX espera que la compañía conserve sólidas métricas crediticias y que el margen continúe dependiendo de la relación del precio entre el aluminio y la alúmina aunque en buenos niveles en función a su estructura de costos competitiva.

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 se ubica a la fecha en aproximadamente USD/ton 360 y ha registrado un incremento inferior al del aluminio aunque hacia adelante esperamos que la alúmina conserve su relación de precio histórico frente al aluminio. El otro insumo principal es la energía, que Aluar obtiene a costos competitivos 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 PAE, 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

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	AA+(arg)
ON Serie 4 por h/USD 60.6 MM	AA+(arg)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C			
Consolidado	31/03/22	30/06/21	
(\$ miles constantes marzo -22)	Año Móvil	12 Meses	
Total Activos	166.745.569	156.754.030	
Deuda Financiera	29.177.520	41.841.093	
Ingresos	139.889.822	115.455.302	
EBITDA	37.434.797	21.155.884	
EBITDA (%)	26,8	18,3	
Deuda			
Total/EBITDA (x)	0,8	2,0	
Deuda Neta			
Total/EBITDA (x)	0,5	1,6	
EBITDA/Intereses (x)	18,7	8,0	

Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, Junio 2014](#)

Informes Relacionados

[Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, Junio 2022](#)

Analistas

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

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

Responsable del Sector
 Cecilia Minguiñón
 Senior Director
cecilia.minguiñon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123

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. Las coberturas de intereses seguirán holgadas, ya que la compañía presenta Flujo de fondos libre positivo. Considerando también los préstamos de EKF por USD 122,5 millones, amortizables hasta 2034, la mayor parte de la deuda corresponde a deuda garantizada.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría bajar en caso de una significativa disminución de precios y demanda 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. 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.

Dado el complejo entorno operativo y la volatilidad intrínseca del sector en cuanto a precios y volúmenes, así como la dependencia en los márgenes de la relación entre el precio del aluminio y la alúmina, FIX no espera una suba de calificación en el corto plazo.

Liquidez y Estructura de Capital

Bajo apalancamiento y elevada flexibilidad financiera: Aluar ha logrado disminuir su apalancamiento, presentando en el período de marzo 2022 (año móvil) un ratio de deuda/EBITDA de 0.8x (2.0x a Jun'21 y 3.9x a Jun'20). A la misma fecha la compañía presentaba holgadas coberturas de intereses (18.7x) y la empresa cuenta con una buena liquidez con caja y equivalentes que cubría 1.6x la deuda de corto plazo, mientras que al sumar el FGO dicha cobertura ascendía a más de 7x.

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 operar a la fecha al 94%. La compañía informó que resolvió las cuestiones de fondo respecto a la plena aplicabilidad del contrato vigente de abastecimiento de potencia y energía eléctrica entre Hidroeléctrica Futaleufú y Aluar, lo que derivó en un gradual incremento en la producción, esperando alcanzar la plena capacidad productiva hacia el segundo semestre de 2022.

La utilización media de la capacidad instalada durante el ejercicio 2021 fue del 68,32%. Como resultado, la producción total de aluminio líquido alcanzó las 305.683 ton vs 388.282 ton en el ejercicio anterior (-21,3%), mientras que la solidificación alcanzó un total de 287.051 ton vs 376.085 ton (-23,7%). Por su parte, la producción total de la División Elaborados fue de 18.879 ton, lo cual representó un incremento de un 64,1% respecto del ejercicio anterior con 11.504 ton.

Hasta 2016 las exportaciones significaban el 70% de las ventas de la compañía en toneladas y 60% en términos de facturación. En los últimos ejercicios hasta 2020 estas proporciones se incrementaron a 82% y 72% respectivamente, dado que la compañía pudo colocar 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. No obstante, en el ejercicio 2021 las exportaciones se redujeron pasando a representar el 65% de las ventas de la compañía en toneladas y 53% en términos de facturación. Actualmente la compañía exporta aproximadamente el 75% de su producción.

En lo referente al mercado interno, el mismo experimentó un importante crecimiento en el ejercicio con cierre a 2021 respecto al ejercicio anterior (62,2% en ventas y 52,1% en volumen). En la división primario, los sectores destacables fueron la construcción y la industria automotriz que utilizan en sus procesos productivos barroses y lingotes, mientras que en la división elaborados los laminados tuvieron su mayor incremento en foil, cuyo destino principal fue la industria del packaging. El negocio de extrusión basó su fuerte crecimiento en la demanda de perfiles, cuyo destino principal fue la industria de la construcción.

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, 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.

Las ventas del ejercicio 2021 registraron una disminución del 12,1% respecto al ejercicio anterior. La caída en ventas se explica principalmente por la menor cantidad de despachos realizados al mercado externo, a pesar del incremento registrado en el precio internacional del aluminio. Las principales caídas fueron en los mercados de Estados Unidos con un 34% donde se mantuvieron restricciones impuestas por el gobierno de ese país (cuota máxima de 180.000 toneladas de exportación de aluminio libre de aranceles), Brasil y resto de Latinoamérica con un 39%, y el mercado asiático con un 54% respectivamente.

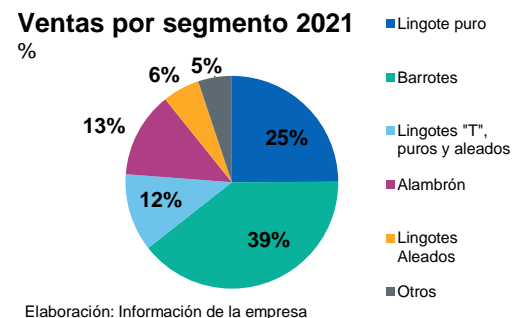
Por su parte, las ventas en los primeros 9 meses del ejercicio evidencian un crecimiento del 31.4% en términos reales, explicado principalmente por el fuerte incremento en el precio del aluminio.

La empresa opera en los segmentos de aluminio primario y elaborados. La división aluminio primario representaba al cierre del ejercicio 2021 el 89% de las ventas, y sus actividades comprenden desde la obtención del aluminio en estado líquido hasta su solidificación en los distintos formatos primarios y aleaciones de acuerdo a los requerimientos específicos de los clientes, lo cual ha aumentado la diversificación y el valor agregado de los productos comercializados por la compañía en las últimas dos décadas. La capacidad de producción de Aluar Primario se ubica en 460.000 toneladas/año desde 2011 en la planta de Puerto Madryn, y ha aumentado en 260.000 toneladas en los últimos 20 años, en los cuales se registran inversiones superiores a USD1.600MM. La última ampliación ocurrió en 2010-2011 donde se incrementó la capacidad disponible en 45.000 toneladas. En el presente ejercicio, las ventas y el volumen de ventas registraron una disminución del 16,6% y el 26,0% respectivamente.

La División Elaborados presenta volúmenes acotados, representaba al cierre de junio 2021 solo el 11% de las ventas, y mayormente destinados al mercado local. Tiene una capacidad de 32.000 toneladas/año (20.000 ton. de laminación y 12.000 ton. de extrusión), en la planta de la localidad de Abasto (prov. de Buenos Aires), donde se fabrican perfiles, 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 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, lo que generó un exceso del nivel de inventarios y una caída de los precios (mínimos de USD/ton 1.460). No obstante, luego los precios fueron recuperándose hacia fin de 2020 hasta superar los USD/ton 2.000. En el ejercicio 2021, se registraron valores superiores al promedio de los tres últimos años, promediando valores en torno a los USD/ton 2.000 por tonelada. Luego, el precio del aluminio llegó a superar en su pico los USD 4000 la tonelada, para luego volver a caer a valores cercanos a los USD/ton. 2500, aunque por encima de los promedios históricos, conservando una buena relación de precio contra la alúmina. El incremento en el precio mundial del aluminio obedece a una mayor demanda que provino principalmente de la recuperación en los sectores abastecidos, principalmente el de construcción y por la guerra 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. Hacia adelante FIX espera que la compañía conserve sólidas métricas crediticias y que el margen continúe dependiendo de la relación de precio entre el aluminio y la alúmina aunque en buenos niveles en función a su estructura de costos competitiva.

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'2020. La capacidad de generación de energía a la que tiene acceso Aluar excede en más de un 50% la demanda de la planta, con 45,6% de generación propia y un 9,4% de generación eólica.

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

En cuanto a la energía eólica, Aluar instaló parques eólicos por 164 MW, con una inversión de USD 240 millones en tres etapas. La primera etapa, de 50 MW, comenzó a operar en 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.

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

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

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

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

En el último ejercicio, FIX destaca la mejora en su estructura de costos a pesar de su menor escala de operaciones, a partir de un recupero de los márgenes producto del incremento de los precios de ventas por encima de los costos, donde el costo de ventas y servicios prestados retomaron valores del ejercicio 2019 con el 83% sobre Ventas vs 89% en el ejercicio 2020 y donde los gastos de comercialización y administración (SG&A) pasaron a representar el 6,5% a

jun'21 vs 7% a jun'20. Estos valores en los primeros nueve meses del año continuaron disminuyendo y se ubicaron en 71.8% y 2.4% respectivamente. El fuerte incremento en ventas ante el aumento del volumen de producción y el mayor precio del aluminio mejoró la eficiencia de la compañía.

Planes de inversión

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

Pese a la inversión esperada en la cuarta etapa de parque eólico Aluar, los niveles de CAPEX se encuentran en niveles bajos ubicándose en ratios sobre ventas en los primeros 9 meses del año del 1.1% y 1.7% al cierre del ejercicio 2021, vs. 15.4% en 2020 y 6.4% en 2019.

En el último ejercicio, a jun'2021, la compañía continuó con la realización de inversiones, por USD 15 millones, orientadas a la actualización tecnológica y el mantenimiento de las instalaciones productivas, mientras que el plan de mantenimiento de la planta industrial se estima en unos USD 11 millones anuales.

Posición Competitiva

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

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

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

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

Estrategia del management

La estrategia de la compañía es mantener su nivel de eficiencia a nivel global y atender la demanda de la industria local. La compañía expandió su capacidad de producción siempre que logró asegurarse el aprovisionamiento de energía para la producción adicional, aunque ha frenado la última etapa de su plan de expansión (hasta 500.000 toneladas) debido a restricciones en el abastecimiento de energía y a un contexto internacional de exceso de oferta y precios deprimidos. Los pasos a seguir estarán condicionados por la posibilidad de que la compañía retorne a su nivel de producción a plena capacidad, así como la evolución de la pandemia a nivel global y la normalización de la actividad económica en el ámbito local.

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.

Riesgo del sector

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

El riesgo del sector considera la variación de los precios internacionales del aluminio. Los precios a nivel mundial del aluminio se indican en la Bolsa de Metales de Londres (LME) y constituyen la base para los cálculos de los precios de muchas empresas procesadoras de aluminio. Los precios publicados por el LME son los más utilizados en los contratos entre productores y usuarios de aluminio y representan alrededor del 85% del precio final de los contratos, el 15% restante consiste en primas por calidad, forma, aleaciones y lugar de entrega. En el LME se operan varias veces los volúmenes físicos negociados, lo que hace sus precios representativos. El LME también admite contratos con entrega de metal físico en los depósitos que tiene distribuidos por el mundo, transformándolo en un comprador de última instancia, y convirtiendo al aluminio en un activo de rápida realización. El LME no sólo refleja la oferta y la demanda, sino las expectativas de precio del sector financiero. En los últimos años el precio del aluminio ha mostrado una alta volatilidad, llegando a valores por encima de USD/ton 4.000 en 2022 para luego bajar hasta llegar a USD/ton 2.500 actuales.

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.

En el ejercicio 2021, se registraron valores superiores al promedio de los tres últimos años, promediando valores en torno a los USD/ton 2.000 y se espera un precio promedio mayor para este ejercicio dado el incremento en el precio promedio pese a la volatilidad.

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

En promedio Aluar destina alrededor del 75%/80% 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 levemente por debajo de los USD 3.000 la tonelada y luego una disminución gradual a USD 2.600 en 2.023 y USD 2.000 en el largo plazo.

FIX monitoreará el impacto que el precio del aluminio y otras variables pueda tener en los márgenes de la compañía, aun cuando históricamente la misma ha sido capaz de traspasar los mayores costos a los precios finales. 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 nueva 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 refinерías en Brasil y Australia, pueden agregar volatilidad al precio de este insumo, afectando los márgenes de rentabilidad de la compañía.

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

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

Perfil financiero

Rentabilidad

La compañía presenta una significativa mejora en su desempeño, presentando a marzo 2022 (año móvil) un EBITDA cercano a los USD 340 millones (cerca de USD 160 millones al cierre de junio 2021). La mejora en el desempeño, incluyendo un mayor margen (26.8% a marzo 2022 año móvil vs. 18.3% a junio 2021), se explica por un fuerte incremento en el precio del aluminio, que en su pico superó los USD 4000 la tonelada y que a la fecha bajó a cerca de USD/ton. 2500, aunque por encima de los promedios históricos, conservando una buena relación de precio contra la alúmina. El incremento en el precio mundial del aluminio obedece a una mayor demanda que provino principalmente de la recuperación en los sectores abastecidos, principalmente el de construcción y por la guerra entre Rusia y Ucrania, que afectó la oferta de aluminio, ya que Rusia es uno de los principales exportadores del metal y explicó en parte la fuerte variación de precio. Hacia adelante FIX espera que la compañía conserve sólidas métricas crediticias y que el margen continúe dependiendo de la relación de precio entre el aluminio y la alúmina aunque en buenos niveles en función a su estructura de costos competitiva.

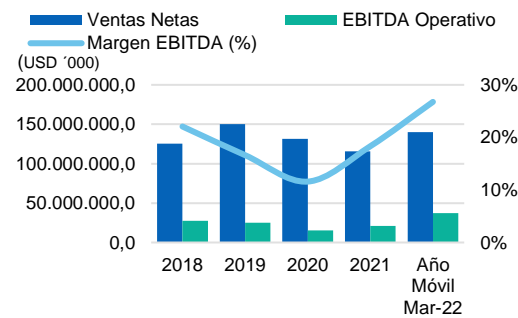
Al ser un productor de bajo costo a nivel mundial, ubicándose en el segundo cuartil de la curva global de costos de producción, Aluar presentó históricamente una buena capacidad de generación de fondos, con márgenes EBITDA superiores a 16%, con excepción del ejercicio 2020, y con un promedio en los últimos 5 años hasta jun'21 del 18,5%, 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

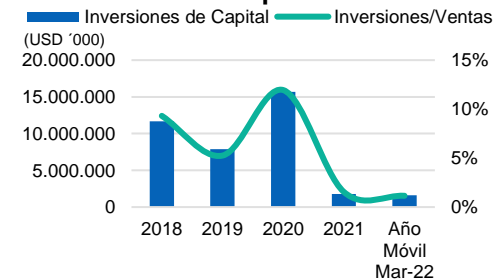
Para el ejercicio 2021, tras concluir las inversiones en los parques eólicos, el flujo de fondos libre fue de USD 126 millones, debido a una optimización del capital de trabajo e inversiones de capital mínimas. En el presente ejercicio la compañía continúa con una fuerte generación de FFL con fuerte FGO, aunque mayores requerimientos de capital de trabajo y bajo nivel de inversiones de capital. En los primeros 9 meses el mismo alcanzó los USD 147 millones. Hacia adelante, FIX espera un incremento en los dividendos de la compañía y un FFL positivo de al menos USD 50 millones al año.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: FIX en base a información provista por la compañía

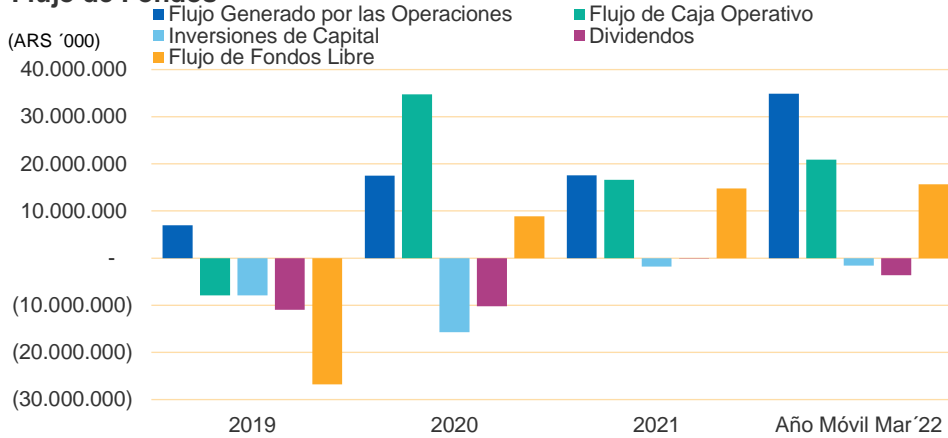
Inversiones de Capital



Fuente: FIX en base a información provista por la compañía

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.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estructura de capital

Aluar ha mostrado históricamente una estructura de capital conservadora, actualmente con 78% de deuda de largo plazo sobre la deuda total. A marzo 2022 (año móvil) presenta un nivel de endeudamiento de 0,8x deuda/EBITDA, por debajo de su nivel histórico.

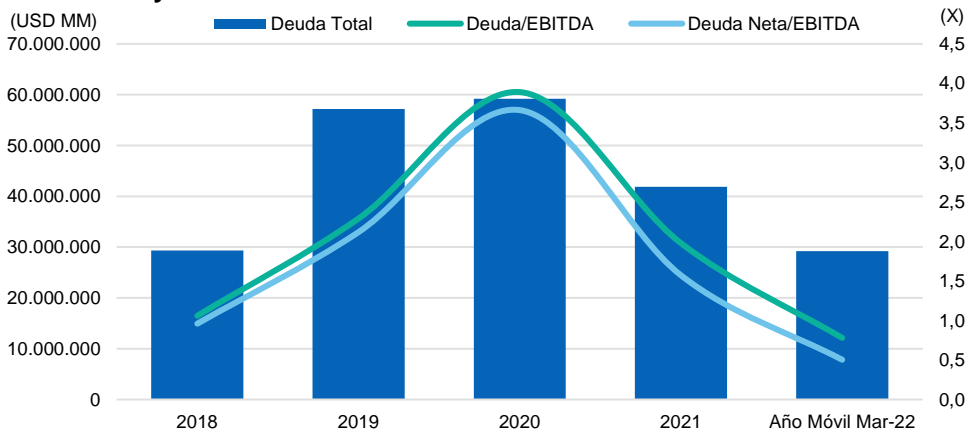
La cobertura de intereses con EBITDA es a marzo 22 (año móvil) de 18,7x. En tanto, a la misma fecha la empresa contaba una liquidez adecuada, con caja por USD 93,1 millones cubriendo 1,6x la deuda de corto plazo.

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 20%, desde el 85% en mar'19.

La compañía tomó préstamos a través de EKF (Denmark's Export Credit Agency) a 15 años con amortización trimestral, por USD 122,5 millones (ya desembolsados), y la deuda de Aluar a dic'19 era de USD 464 millones. A marzo 2022 dicha deuda disminuyó a USD 263 millones.

Aluar presenta casi toda su deuda en moneda extranjera, con un adecuado perfil de vencimientos. El riesgo de descalce es muy bajo dado que tanto el 100% de los ingresos y la deuda, como también el 80% de los costos son en moneda extranjera.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A marzo 2022, el 24% de la estructura de capital era deuda financiera, mientras que el otro 65% era patrimonio. Con la emisión de la ON garantizada por hasta USD 150 millones, que reemplazó prefinanciación de exportaciones, y teniendo en cuenta que los préstamos con EKF también están garantizados con características similares, la mayor parte de la deuda corresponde a deuda garantizada.

Los flujos comprometidos por la cesión en garantía de derechos de cobro de la compañía bajo operaciones de exportación con ciertos clientes ("Clientes elegidos") representan en promedio cerca del 15% de las exportaciones 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.

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 USD 850 millones 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. No obstante, Aluar cuenta actualmente con líneas de crédito disponibles sin utilizar por USD 420 millones.

A su vez la compañía lanzó recientemente la oferta de canje y rescate total de las Obligaciones Negociables Serie 3 con vencimiento el 30 de julio de 2023 por las ON Serie 4 con vencimiento a los 36 meses que posterga hasta septiembre de 2025 el vencimiento de USD 60 millones que originalmente estaba previsto para julio 2023, quitando presión a la generación de caja del negocio.

Anexo I. Resumen Financiero

	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	marzo-22	2021	2020	2019	2018
Período	Últ. 12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	37.434.797	29.077.786	21.155.884	15.216.156	24.974.575	27.652.577
EBITDAR Operativo	37.434.797	29.077.786	21.155.884	15.216.156	24.974.575	27.652.577
Margen de EBITDA	26,8	28,4	18,3	11,6	16,6	22,1
Margen de EBITDAR	26,8	28,4	18,3	11,6	16,6	22,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	11,2	7,7	12,8	6,8	(17,8)	(22,8)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	18,4	20,6	7,7	4,1	2,2	30,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	18,7	19,8	8,0	2,7	4,1	46,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	18,7	19,8	8,0	2,7	4,1	46,8
EBITDA / Servicio de Deuda	4,4	4,6	1,9	0,5	0,7	0,9
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	4,4	4,6	1,9	0,5	0,7	0,9
FGO / Cargos Fijos	18,4	20,6	7,7	4,1	2,2	30,7
FFL / Servicio de Deuda	2,1	1,5	1,6	0,5	(0,6)	(0,9)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,8	0,7	2,1	2,6	4,4	1,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	0,8	2,0	3,9	2,3	1,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,5	0,5	1,6	3,7	2,1	1,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,8	0,8	2,0	3,9	2,3	1,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,5	0,5	1,6	3,7	2,1	1,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,6	6,1	5,6	8,9	14,0	3,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	22,2	22,2	20,4	38,4	48,5	100,0
Balance						
Total Activos	166.745.569	166.745.569	156.754.030	164.371.747	185.051.096	154.854.676
Caja e Inversiones Corrientes	10.332.422	10.332.422	8.598.057	3.465.880	4.287.792	2.761.634
Deuda Corto Plazo	6.475.960	6.475.960	8.554.165	22.742.930	27.757.386	29.296.289
Deuda Largo Plazo	22.701.560	22.701.560	33.286.928	36.447.129	29.425.754	8.489
Deuda Total	29.177.520	29.177.520	41.841.093	59.190.059	57.183.139	29.304.777
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	29.177.520	29.177.520	41.841.093	59.190.059	57.183.139	29.304.777
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda	29.177.520	29.177.520	41.841.093	59.190.059	57.183.139	29.304.777

Asimilable al Patrimonio						
Total Patrimonio	91.777.170	91.777.170	77.077.622	71.278.357	82.621.428	80.912.912
Total Capital Ajustado	120.954.690	120.954.690	118.918.716	130.468.416	139.804.568	110.217.689
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	34.896.825	28.656.349	17.571.785	17.526.816	6.969.062	17.518.199
Variación del Capital de Trabajo	(13.988.248)	(16.009.619)	(986.802)	17.238.856	(14.893.692)	(6.274.824)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	20.908.578	12.646.730	16.584.983	34.765.672	(7.924.631)	11.243.375
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.608.681)	(1.145.083)	(1.786.277)	(15.686.273)	(7.900.160)	(11.667.222)
Dividendos	(3.647.416)	(3.645.251)	(10.119)	(10.204.315)	(10.939.796)	(28.150.433)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	15.652.480	7.856.396	14.788.586	8.875.083	(26.764.587)	(28.574.280)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	700.644	700.641	545.308	2.574.428	1.182.200	578.423
Variación Neta de Deuda	(5.300.000)	(4.785.509)	(5.529.196)	(17.174.985)	25.878.904	19.000.036
Variación Neta del Capital	0	0	0	(973)	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	11.053.123	3.771.528	9.804.699	(5.726.446)	296.517	(8.995.821)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	139.889.822	102.268.208	115.455.302	131.300.775	150.251.375	125.277.028
Variación de Ventas (%)	N/A	31,4	(12,1)	(12,6)	19,9	N/A
EBIT Operativo	28.373.011	22.299.284	11.492.869	5.526.067	15.695.945	17.050.146
Intereses Financieros Brutos	2.005.915	1.465.252	2.641.520	5.614.201	6.049.985	590.748
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	21.316.887	18.391.218	6.122.450	(7.680.447)	20.187.719	6.199.859

(*) Moneda constante a marzo 2022

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- EKF: Agencia dinamarquesa de crédito a las exportaciones.
- LME: London Metal Exchange. El aluminio es un commodity que opera en el LME.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables Serie 4

Monto Autorizado:	Hasta USD 60.6 millones
Monto Emisión:	Hasta USD 60.6 millones
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares, pero suscripta y pagadera en pesos al tipo de cambio aplicable (dólar linked)
Fecha de Emisión:	A determinar
Fecha de Vencimiento:	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:	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

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 **24 de agosto de 2022** confirmó (*) en la categoría **AA+(arg)** la calificación del emisor de largo plazo otorgada a **Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.** y asignó en **AA+(arg)** a las **Obligaciones Negociables Serie 4** por hasta USD 60.6 millones, a ser emitidas por **Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C (Aluar)**.

La Perspectiva es Estable.

Categoría AA(arg): "AA" Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 3 de noviembre de 2021 disponible en www.cnv.gov.ar, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio y Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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

Fuentes

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

- Balances trimestrales consolidados auditados hasta el 31/03/22 (9 meses), disponibles en www.cnv.gov.ar
- Balances anuales consolidados auditados hasta el 30/06/21 (12 meses), disponibles en www.cnv.gov.ar. Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & CO SRL.
- Suplemento de precio de la ON garantizada Serie 1, de fecha 25-03-19, disponible en www.cnv.gov.ar
- Suplemento de precio de las ON Serie 2 y Serie 3, de fecha 23-07-20, disponible en www.cnv.gov.ar.
- Hechos relevantes publicados por la compañía.

Adicionalmente, se consideró como información de gestión el Suplemento Preliminar de las ON Serie IV, suministrado por el emisor el 19.08.22.

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FIXSCR.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.