FIX confirma las calificaciones de Aluar y las coloca en Rating Watch (Alerta) Negativo

3 de abril de 2020

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, confirmó en la categoría AA+(arg) a la calificación del emisor y en AAA(arg) a las ON Garantizadas Serie 1 por hasta USD 100 millones (ampliable hasta USD 150 millones) emitidas por Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C. (Aluar). Asimismo colocó en Rating Watch (Alerta) Negativo a las calificaciones de la compañía.

Factores relevantes de la calificación

FIX colocó en Rating Watch (Alerta) Negativo las calificaciones de Aluar debido al mayor riesgo operativo producto de las medidas de prevención contra el COVID-19 y las perspectivas sobre el 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 seguir operando, estando muy cerca de los mínimos operativamente posibles dado la naturaleza de su negocio. El mercado mundial del aluminio está experimentando una sobreoferta con una demanda decreciente, lo que generó un exceso del nivel de inventarios y una fuerte caída de los precios, actualmente por debajo de USD/tn 1.550 desde los USD/tn 1.800 en 2019. Esto presiona sobre la generación de caja, por lo que FIX estima para el cierre fiscal a jun´20 una generación de EBITDA de unos USD 105 millones y márgenes del 11,5% (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 muy deprimido en la mayoría de los sectores abastecidos, principalmente el sector automotriz y la construcción.

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 dic´19 fue de unos USD 119 millones, con márgenes del 10,4%.

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 280 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 PAE, CGC e YPF.

La calificación de las ON garantizadas 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 a 15 años, la proporción de deuda garantizada sobre la deuda total asciende al 54%.

Considerando el complejo entorno 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 dic´19 ha incrementado su nivel de endeudamiento, llegando a un ratio deuda/EBITDA de 3,9x (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 dic´19 de 4,2x. FIX considera que las coberturas de intereses seguirán holgadas hasta jul´21, cuando vence la primera cuota de capital de la ON. A dic´19 la empresa contaba con caja por USD 75 MM, 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 46%, desde el 85% en mar´19.

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 las ON 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.

Contactos:

Analista Principal:

Pablo Cianni – Director Asociado

pablo.cianni@fixscr.com

(+5411) 5235-8146 - Sarmiento 663 - 7° piso - C1041 CABA – Argentina

Analista Secundario:

Cándido Pérez - Analista

candido.perez@fixscr.com

(+5411) 5235-8119 - Sarmiento 663 - 7° piso - C1041 CABA – Argentina

Responsable Sector:

Cecilia Minguillón - Director Senior

cecilia.minguillon@fixscr.com

(+5411) 5235-8123

Sarmiento 663 - 7° piso - C1041 CABA - Argentina

Relación con los Medios:

Diego Elespe

diego.elespe@fixscr.com

(+5411) 5235-8100

Sarmiento 663 - 7° piso - C1041 CABA - Argentina

Notas Relacionadas y Metodología Aplicable:

Fix utilizó el Manual de Calificación de Empresas presentado ante la *Comisión Nacional de Valores* (disponible en www.cnv.gob.ar).

El informe correspondiente se encuentra disponible en nuestra web "www.fixscr.com".

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÒN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA "FIX", ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: 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. 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.

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 afirmo 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 son riesgos 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 substituto 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 diseminación 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, pero no 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.