

18 de Mayo de 2018

Aluar - Ternium Argentina - Tenaris

Lo peor de la tormenta parece haber quedado atrás, aunque el contexto local y global nos obliga a estar alerta. En los próximos *Resúmenes Económicos* volveremos a la macroeconomía, ya que luego de una fuerte tormenta quedan las verdaderas secuelas. En nuestro caso, afrontaremos unos meses mucho más duros de lo que esperábamos. En el *Resumen* de esta semana nos tomamos una pausa de la coyuntura para resumir tres buenos balances (trimestrales) publicados estos días.

Aluar Aluminio Argentino (ALUA)

Fuerte incremento de los resultados operativos (112% interanual) debido principalmente al crecimiento de las ventas (92% interanual) y a una leve mejoría en los márgenes (30% 1T2018 vs 27% 1T2017). Gracias a la baja deuda de la compañía y su reducida carga de intereses, los mejores resultados operativos se vieron reflejados íntegramente en los resultados netos del trimestre, alcanzado los \$1.371 millones contra \$440 millones del primer trimestre del año pasado. Recordar que la empresa tiene un fuerte perfil exportador, aproximadamente el 70% de las ventas (aluminio primario) tienen como destino el mercado externo. Con lo cual, el enérgico crecimiento interanual del resultado operativo se explica por tres fuentes: la suba del tipo de cambio, más alto precio internacional del aluminio y el incremento en el volumen despachado (119.839 frente a 84.945 toneladas). La reciente suba del tipo de cambio le brindará mayor competitividad internacional. Si bien parte de sus costos están dolarizados debido a las importaciones de alúmina, principal materia prima para la producción de aluminio, la suba del tipo de cambio mejora en mayor medida los precios de venta gracias al volumen exportado. Por otro lado, vale remarcar la suspensión de aranceles a las importaciones de aluminio por parte de Estados Unidos. Es un dato clave para la compañía, tanto para sus exportaciones directas como para evitar una feroz competencia internacional debido a un potencial exceso de stocks. Los buenos resultados se traducen en unos atractivos ratios de valuación. Seguramente

el próximo trimestre (abr-jun) los resultados serán favorecidos con la suba del tipo de cambio.

datos en millones de pesos	1er Trim 2018	1er Trim 2017	%
Ingresos netos por ventas	6.110	3.175	92%
Costo de ventas	(4.059)	(2.228)	82%
Ganancia bruta	2.051	947	117%
Gastos de comercialización, administración y exploración	(235,8)	(90,52)	160%
Resultado operativo	1.815	856	112%
EBITDA	2.208	1.301	70%
Margen Operativo	30%	27%	3%

	P/E		P/BV	
	2017	Ultimos 12 meses	2017	Ultimos 12 meses
ALUA	17,25	12,96	5,21	5,21



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance y bolsar.

Ternium Argentina - ex Siderar (TXAR)

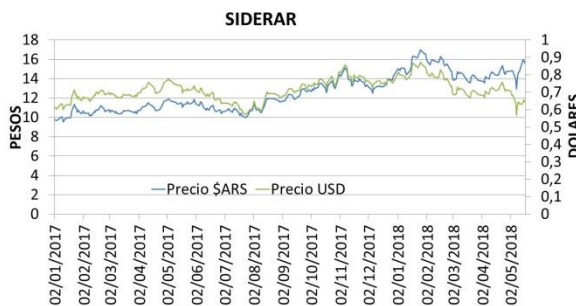
Fuerte incremento en las ganancias (236% interanual y 75% trimestral). Dejando a un lado los resultados extraordinarios producto de la conversión monetaria, la empresa obtuvo en el primer trimestre 2018 ganancias netas por \$2.554 millones contra \$1.857 millones en igual período 2017. Esto se explica principalmente por dos razones: un aumento en el margen operativo (20% vs 14%) y en la cantidad de despachos (636 mil frente a 544 mil toneladas). El resultado de inversiones en compañías asociadas en el primer trimestre del año fue de \$1.457 millones, mayor a la de \$954 millones registrada en igual período del 2017. Vale remarcar que si bien la empresa exporta un porcentaje bajo de sus despachos, su participación en Ternium México y Usiminas Brasil le permite beneficiarse de la suba del tipo de cambio. La empresa continúa mostrando una excelente posición financiera, envidiable por muchas siderúrgicas a nivel global, con una

posición de deuda financiera neta consolidada de \$2.731 millones y un patrimonio total de \$41.096 millones, prácticamente cero apalancamiento. Durante los próximos meses el nivel de actividad local presentará un achatamiento producto de las tasas pero sobre todo de la devaluación. Dado que sus principales clientes con sectores procíclicos (construcción, automotriz, línea blanca, maquinaria y equipos, etc.), seguramente las ventas se verán perjudicadas. Dichos esto, los bajos múltiplos de valuación y el bajo valor de mercado le brindan un gran atractivo a la acción.

datos en millones de pesos

	1er Trim 2018	1er Trim 2017	%
Ingresos netos por ventas	12.431	7.982	56%
Costo de ventas	(8.704)	(5.938)	47%
Ganancia bruta	3.727	2.044	82%
Gastos de comercialización, administración y exploración	(1.261,5)	(951)	33%
Resultado operativo	2.465	1.093	126%
EBITDA	2.725	1.285	112%
Margen Operativo	20%	14%	6%

	P/E		P/BV	
	2017	Ultimos 12 meses	2017	Ultimos 12 meses
TXAR	7,81	5,84	1,95	1,95



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance y bolsar.

Tenaris (TS)

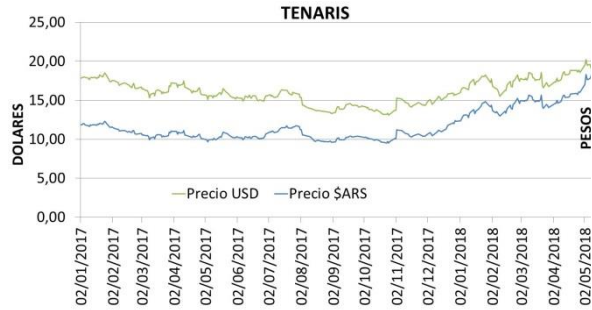
La empresa líder a nivel global en la provisión de tubos sin costura presentó un balance que fue muy bien recibido por el mercado. Las ventas crecieron un 17% trimestral y un 62% interanual. Esto permitió una mejor absorción de los costos fijos, impulsando los márgenes y el EBITDA de la compañía. La ganancia neta fue de U\$S 235 millones, mostrando un crecimiento interanual del 23%. El precio más alto del crudo a nivel global impulsa una gradual recuperación de la actividad de perforación. La industria de shale en Estados Unidos, principal mercado de la

compañía, viene creciendo en forma constante en los últimos trimestres. Si bien todavía no se conoce el alcance del arancel a la importación de tubos en Estados Unidos, Tenaris estará bien posicionada dado que podrá incrementar la producción en sus plantas en Norteamérica. Vale remarcar que durante el trimestre tuvo un resultado excepcional en Medio Oriente por un despacho puntual para un proyecto en Zohr (mar Mediterráneo). Como siempre destacamos, uno de los puntos fuertes de la compañía es su buena liquidez y solidez financiera. La posición neta de caja, efectivo e inversiones liquidas menos la deuda financiera total, finalizó el trimestre en U\$557 millones. Tiene más activos líquidos que deuda financiera, factor clave que le permitió sobrellevar la dura coyuntura del sector en los últimos años. Mientras los precios del crudo encuentren un soporte en los niveles actuales, los balances de la empresa continuarán mejorando gracias al incremento de las ventas y una mayor eficiencia en la absorción de los costos fijos. Esto le permitirá consolidar los resultados del último trimestre. El P/E de los últimos 12 meses ronda los 35. Sin embargo, de mantenerse el buen ritmo de ventas de tubos sin costura, sumado al incremento de márgenes, dentro de algunos trimestres a estos precios de mercado el P/E se acomodaría muy rápido a la baja, en niveles más que atractivos considerando la firmeza histórica de la compañía. Al final del día y como de costumbre, el precio del crudo tendrá la última palabra.

datos en millones de dolares

	1er Trim 2018	1er Trim 2017	%
Ingresos netos por ventas	1.866	1.154	62%
Costo de ventas	(1.305)	(823)	59%
Ganancia bruta	561	331	70%
Gastos de comercialización, administración y exploración	(349)	(147)	137%
Resultado operativo	212	184	15%
EBITDA	354	346	2%
Margen Operativo	11%	16%	-5%

	P/E		P/BV	
	2017	Ultimos 12 meses	2017	Ultimos 12 meses
TS (usd)	44	35	2,02	1,98



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance y bolsar.

Aclaración: En los cuadros remarcamos los múltiplos precio/ganancias y valor de mercado/valor libro. Mostramos como los ratios se acomodan con el nuevo balance (12 meses desde 2T2017 al 1T2018), y también los múltiplos calculados con los resultados al balance anterior (año calendario 2017) para ver la evolución.

Buen fin de semana,

*juan@cucchiara.sba.com.ar
valentina@cucchiara.sba.com.ar*