

7 de Agosto de 2024

**Ternium Argentina S.A.**

Ternium Argentina (ex Siderar) es el productor líder de acero plano en el país, con una capacidad de producción anual de 3 millones de toneladas. Abastece desde pequeñas empresas hasta grandes compañías con alcance global en diversos sectores industriales como automotriz, maquinaria agrícola, construcción, electrodomésticos, envasado de hojalata, alimentos y energía.

La compañía se encuentra integrada verticalmente en su cadena de producción, desde la importación de las materias primas, hasta la operación de cinco centros industriales y siete centros de servicio en Buenos Aires y Santa Fe. La empresa produce y procesa planchones, laminados, galvanizados, electrocincados, productos pre-pintados, hojalata para envases, tubos con costura, productos cortados y perfilados a medida.

Dentro del capital social de Ternium Argentina, el 63% es controlado por Ternium Global (TX) y el FGS-Anses representando alrededor de un 26%, quedando el restante en oferta pública.

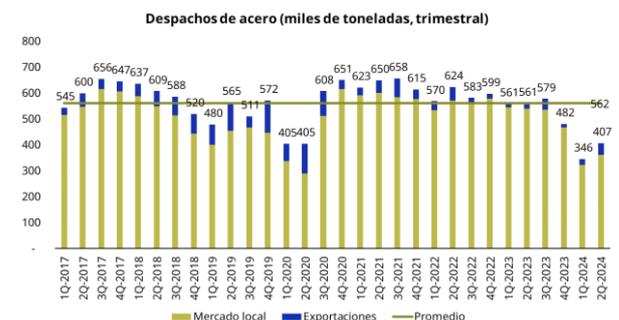
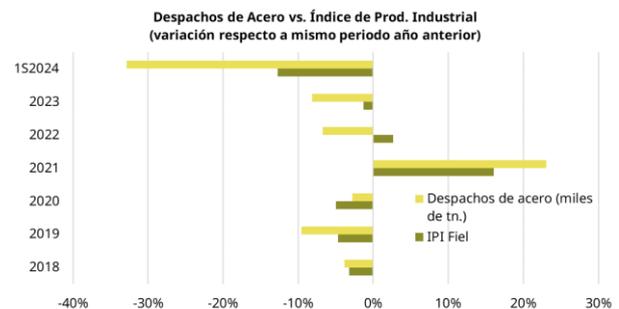


Fuente: Presentación para inversores Ternium.

Adicionalmente, TXAR forma parte del grupo Ternium. Junto con la subsidiaria de Tenaris en Brasil (Confab Industrial S.A.), las tres empresas forman parte del grupo T/T, el grupo de control de Usiminas, el mayor productor de acero plano en Brasil. El grupo T/T tiene una participación en el grupo de control de Usiminas del 61,3% y el grupo Ternium tiene una participación directa del 51,5%. En el caso específico de TXAR, la empresa solamente tiene el 4,75% del capital social de Usiminas. Por la adquisición de Usiminas, Compañía Siderurgica Nacional (CSN) había presentado demandas reclamando

indemnizaciones dado que no se hizo una oferta pública de compra. Si bien en tres diferentes ocasiones la justicia le dio la razón al grupo Ternium, en junio de este año la Suprema Corte de Justicia de Brasil dio vuelta su última decisión, la cual Ternium ya confirmó que seguirá apelando. Como se verá más adelante, el resultado trimestral vino golpeado principalmente por la previsión de Usiminas.

La empresa tiene como principal mercado a compañías vinculadas al sector industrial, el cual se caracteriza por estar fuertemente correlacionado con el ciclo económico. Luego del cambio de gestión y la devaluación de diciembre, la economía se encuentra en un proceso de reacomodamiento de precios relativos, desinflación, y leves indicios de reactivación de la actividad (EMAE Mayo +1,3%) luego de una caída pronunciada durante el primer trimestre. En lo cambiario, si bien hubo medidas positivas en lo que hace a la regularización de las importaciones, la empresa sigue enfrentando las restricciones propias del cepo.



Fuente: Sekoia Research en base a EECC y FIEL.

En este sentido, los volúmenes de la compañía se vieron fuertemente afectados por la recesión. Los despachos de acero en el segundo trimestre del año fueron 407.000 toneladas, un 27% menor respecto al 2Q23. Para el primer semestre, las toneladas despachadas fueron 753

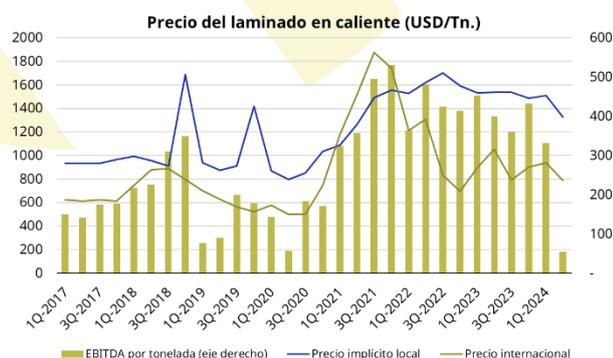
mil, respecto a 1.122 tn en el 1S23, una caída del 33%. Respecto al promedio histórico, los despachos trimestrales estuvieron un 28% por debajo. En cuanto a diversificación geográfica, las exportaciones representan históricamente alrededor del 10% de los despachos totales. Debido a restricciones cambiarias que afectaron la importación de insumos junto con el atraso cambiario, las exportaciones representaron apenas un 7% del total de despachos de acero durante los últimos 12 meses.

Adicionalmente a la parte productiva, la compañía se diversifica a través de sus inversiones en Usiminas (4,75% del capital social) y Ternium México (28,72% del capital social).

## Resultados

La moneda funcional de TXAR es el dólar estadounidense, de tal manera que los resultados serán analizados utilizando el tipo de cambio oficial mayorista de cierre o promedio según corresponda.

En primer lugar, algo importante para remarcar sobre Ternium Argentina es que el precio del acero en Argentina es superior al precio internacional, con una brecha del 69% al cierre del segundo trimestre. Dado que el 93% de las ventas están ubicadas en Argentina, el precio local es una variable importante a la hora de determinar los resultados.



**Fuente:** Sekoia Research en base a EEC y Bloomberg.

La suba del precio internacional luego de la pandemia fue el principal impulso de las ventas estos últimos años, dado que los volúmenes son relativamente estables. Esos precios ya son parte del pasado. La caída en la demanda luego

del boom pandémico y la sobreoferta de acero barato chino en el mercado mundial, son las razones principales. Brasil impuso cuotas de importación y un impuesto aduanero del 25% a los productos siderúrgicos, dado que el precio brasileño se correlaciona con el de Argentina, esta medida le daría un poco de sustento al precio local.

Por otro lado, la caída en la actividad industrial y económica en el mercado local se ve fuertemente reflejada en los estados contables de la compañía. Las ventas medidas en USD cayeron un 38% respecto al mismo trimestre del año anterior. Los costos operativos cayeron un 24%, pero no fue suficiente para compensar la caída en las ventas, dejando el resultado operativo en rojo. Los márgenes se vieron fuertemente reducidos, y el EBITDA tuvo una caída del 90% respecto al 2Q23.

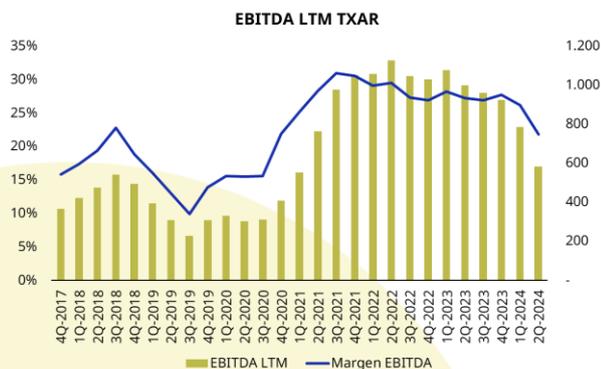
Resultados (mill. USD)	2Q2024	1Q2024	Var %	2Q2023	Var %
Ingresos por ventas	540	523	3%	863	-38%
Costo de ventas	-481	-382	26%	-578	-17%
Resultado bruto	59	142	-59%	286	-79%
Costos operativos	-62	-52	18%	-81	-24%
Resultado operativo	-3	90	-104%	201	-102%
Margen operativo	-1%	17%	-1778 pbs	23%	-2394 pbs
EBITDA	23	115	-80%	225	-90%
Margen EBITDA	4%	22%	-1782 pbs	26%	-2187 pbs

**Fuente:** Sekoia Research en base a EEC.

Hay tres puntos importantes en esta parte del análisis para entender bien los resultados. La recesión, la pérdida de eficiencia por caída en volúmenes, y efectos contables. La recesión redujo fuertemente la demanda de los productos de Ternium por lo cual los volúmenes cayeron. La reducción en la intensidad de producción, por la dificultad en los hornos de la empresa para trabajar a baja capacidad, trajo problemas de ineficiencia. Finalmente, hay una cuestión contable de inventarios por el método FIFO (first in first out), la empresa está registrando costos a inventarios viejos con precios altos, pero registra las ventas a precios actualizados y más bajos por la caída de la demanda, afectando negativamente a los márgenes. En definitiva, son 3 aspectos que en el largo plazo a medida que la normalización económica continúe, deberían revertirse.

La foto histórica de TXAR muestra una historia de crecimiento fuerte por un aumento fenomenal por precios luego de la pandemia. Sin

embargo, en el futuro es difícil que estos números vuelvan por los factores que mencionamos anteriormente. Según la empresa, el margen EBITDA de largo plazo es de aproximadamente 200 USD/tn y dada la demanda, fácilmente tiene capacidad de aumentar la producción de manera eficiente hasta 500 mil toneladas de acero por trimestre.



**Fuente:** Cucchiara Research en base a EECC.

El EBITDA actual de 528 millones de USD para los últimos 12 meses cuenta con dos trimestres malos y dos muy buenos. Un EBITDA anual de al menos 400 millones de USD lo vemos como un piso de largo plazo. Un punto no menor es que la empresa tiene 3 millones de toneladas anuales de capacidad instalada, por lo que estos cálculos serían conservadores. Además, vale remarcar que la economía argentina viene estancada desde 2011, por lo tanto, cualquier crecimiento económico vendrá acompañado de mayor demanda de los productos de Ternium, que la empresa podría abastecer sin grandes inversiones. Hay espacio para mayores economías de escala.

Teniendo en cuenta esto, la situación financiera de la compañía es extremadamente robusta. Al cierre de los presentes resultados, la compañía tiene apenas 279 millones de USD en deuda financiera medida al dólar oficial, al mismo tiempo que presenta 1.243 millones de USD en efectivo e inversiones. La caja neta total de la empresa son aproximadamente 1.023 millones de USD, un 8,7% menos que el trimestre anterior por aumentos de CAPEX, inventarios, y el pago de ganancias. A los precios actuales, esto representa un 35% de la capitalización de mercado.

## Renta Variable

El análisis que nos gusta hacer de la compañía es uno del estilo de suma de las partes. En términos generales, se puede dividir a la empresa en tres. En primer lugar, el negocio local con una capacidad instalada de 3 millones de toneladas anuales y un EBITDA LTM de 582 millones de USD. En segundo lugar, su caja neta, y en tercer lugar sus participaciones en TX México y Usiminas. Usiminas la valuamos a valor de mercado dado que tiene oferta pública mientras que a Ternium México la valuamos a través de TX. El valor de mercado de TX es 6400 millones de USD, y el 53% de las ventas de TX es México. De tal forma, la proporción de la capitalización de TX correspondiente a México la ajustamos por la participación de TXAR.

en millones de USD	2Q2024
Capital social	4.517
Precio (CCL)	0,65
Capitalización de mercado (CCL)	2.924
Suma de las partes	2.067
USIMINAS	80
TX MX	964
Caja neta	1.023
Valor negocio local	857
EBITDA LTM	582

**Fuente:** Cucchiara Research en base a EECC.

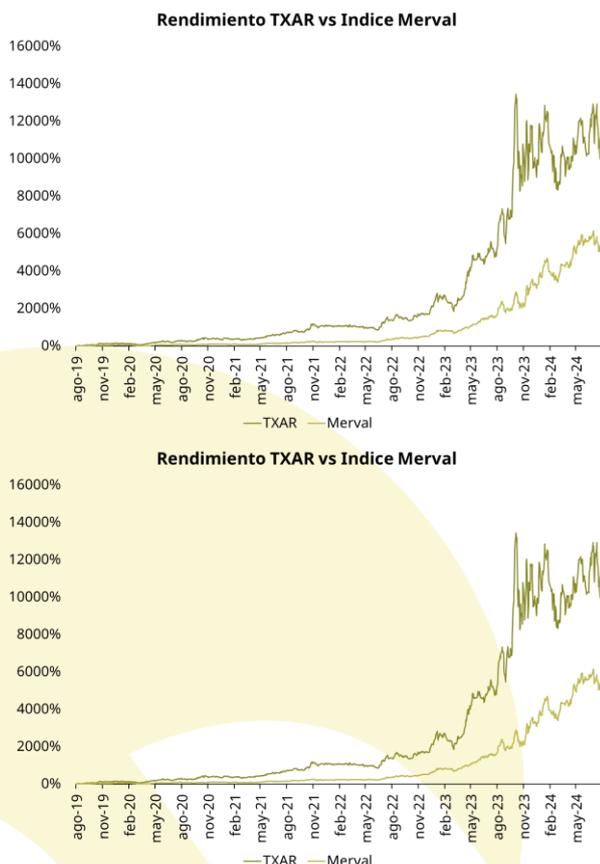
Si al valor de mercado de TXAR le restamos la caja neta y las participaciones, nos queda que por mercado el negocio local estaría valuado solamente en 857 millones de USD. Dado el EBITDA de los últimos doce meses, el negocio local representaría alrededor de 1,5x EV/EBITDA.

Valuación teórica en millones de USD	2Q2024
Cap. De Mercado - Participaciones - Caja	857
Negocio local valuado a 4x EV/EBITDA	2.328
Capitalización de mercado teórica	4.395
<b>Precio teórico</b>	<b>0,97</b>

**Fuente:** Cucchiara Research en base a EECC.

Una valuación razonablemente conservadora para el negocio local sería un múltiplo de 4x EV-EBITDA, teniendo en cuenta que sus pares emergentes cotizan con un múltiplo de 7. Entonces, valuada la parte productiva de Ternium con un múltiplo de 4x EV/EBITDA y sumando la diferencia, la capitalización de mercado teórica de Ternium Argentina quedaría en los 4.395 millones de USD y con un precio

teórico de 0,97 por acción. Además, la acción de Ternium Global la vemos muy atractiva (quedará para un próximo resumen).



**Fuente:** Cucchiara Research en base a Bloomberg.

Desde el 2019 la acción tuvo buen desempeño por encima del Merval, con marcada volatilidad durante el 2023, año en el que tuvo un retorno del 70% (si incluimos el dividendo de 624 millones de USD). Sin embargo, en lo que va del 2024, el Merval tuvo una suba en dólares del 15%, contra una caída de 26% para TXAR. El precio corrigió fuerte luego de las elecciones, dado que el papel es utilizado frecuentemente como cobertura cambiaria. Para tener referencia, previo a las elecciones Ternium Argentina alcanzó su máximo histórico de 1,10 USD. Al último cierre, la acción cotiza en 0,64 USD. TXAR es históricamente uno de los papeles más defensivos dentro del Merval y posee un beta de 0,85. Frente a un escenario optimista en cuanto a la recuperación macroeconómica, los precios actuales nos parecen un buen punto de entrada.

## Perspectivas

Después del último dato del EMAE en mayo, pareciera que la recesión tocó piso en abril. El nivel de actividad está comenzando a repuntar, y por consecuencia, la demanda de los productos de Ternium. En el plano cambiario, el cepo y las restricciones siguen afectando operativamente a la empresa. La liberación gradual de importaciones y la eliminación de las SIRA son medidas bienvenidas, pero la incertidumbre cambiaria respecto a las reservas y el tipo de cambio atrasado siguen estando.

La posición financiera robusta de la empresa nos deja tranquilos frente a los trimestres débiles. Desde hace muchos años, Ternium es una de nuestras empresas favoritas del mercado argentino. Por fundamentos, nos parece una de las acciones más sólidas en la cual posicionarse.

El precio teórico no lo consideramos como un precio objetivo o target, sino más bien como una herramienta más para apoyar el análisis. Bajo esta idea se posiciona nuestro fondo [CYC Renta Mixta](#) cuya tenencia actual es la de mayor ponderación, alcanzando el 12,9% del portafolio. TXAR es sin duda, una acción para tener en cuenta para la cartera local.

Muchas gracias.

---

Juan José Battaglia

[juan@sekoia.com.uy](mailto:juan@sekoia.com.uy)

---

Manuel Carvalho

[manuel@sekoia.com.uy](mailto:manuel@sekoia.com.uy)

---

Ian Weber

[ian@sekoia.com.uy](mailto:ian@sekoia.com.uy)

---

Tomás Mangino

[tomasmingino@sekoia.com.uy](mailto:tomasmingino@sekoia.com.uy)