

7 de mayo de 2021

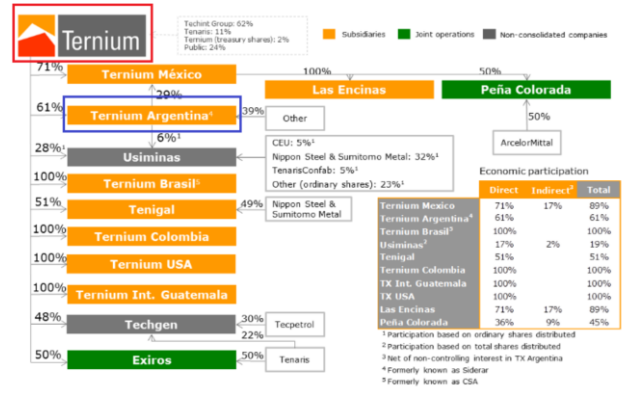
Ternium Argentina S.A.

Ternium Argentina (Ex Siderar) fue fundada en 1962 y es el productor líder de acero plano en el país, con una capacidad de producción anual de acero terminado de 3 millones de toneladas. Abastece a diversos sectores industriales como construcción, automotriz, maquinaria agrícola, 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 seis centros de servicio en Buenos Aires y Santa Fe donde produce y procesa planchones, laminados, galvanizados, electrocincados, productos pre-pintados, hojalata para envases, tubos con costura, productos cortados y perfilados a medida.

Si bien en este *Resumen* nos focalizaremos en la compañía argentina (Ternium Argentina), vale la pena destacar su posición minoritaria en Ternium México y en Usiminas, compañías líderes en los mercados de acero plano de México y Brasil, respectivamente. Ternium Argentina (TXAR) es una subsidiaria de Ternium (TX), una compañía siderúrgica con presencia en América Latina y Estados Unidos.

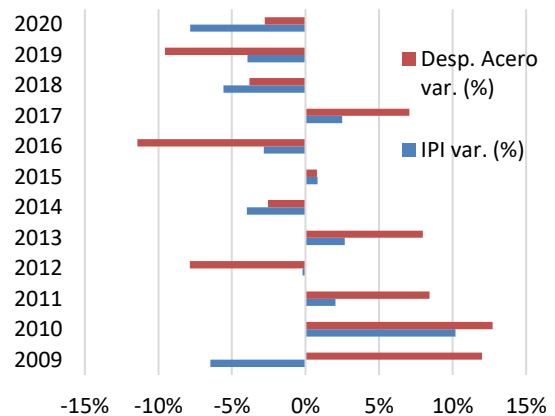
En este sentido, si bien el 85% de su producción es para abastecer el mercado interno y sólo el resto tiene como destino el mercado externo, por medio de las mencionadas participaciones societarias, la empresa tiene una buena diversificación geográfica.



Fuente: Ternium.

La empresa tiene como principal mercado a sectores fuertemente procíclicos. La economía argentina ya se encontraba en un proceso recesivo y la irrupción de la pandemia de Covid-19 en marzo de 2020 complejizó dicho escenario. El país finalizó 2020 con una caída de su actividad de 9,9%. En este sentido, durante el año 2020, los despachos totales de la compañía alcanzaron los 2,1 millones de toneladas de acero, nivel similar al alcanzado en 2019. Con una participación del 85% en el total de despachos, el mercado argentino sumó 1,8 millones de toneladas de despachos en el año 2020, disminuyendo sólo 1% con respecto al año 2019, pero con una fuerte volatilidad en el consumo de acero a lo largo del año.

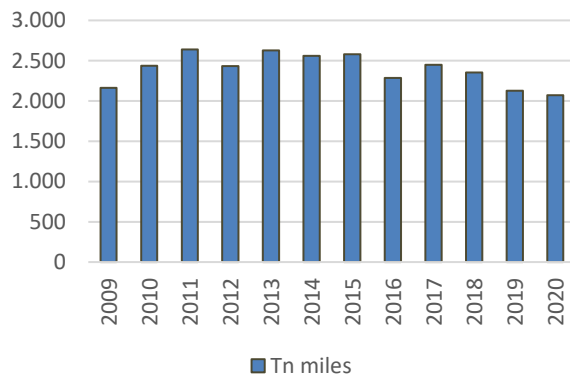
Despachos de Acero vs. Índice de Prod. Ind.



Fuente: Elaboración propia en base a balances y OJF.

A pesar de la fuerte dependencia del mercado interno, la compañía posee la versatilidad de exportar parte de lo que no destina al mercado local. Por tal motivo, a pesar de que el país se encuentra en una clara tendencia recesiva desde hace una década y los despachos internos de acero se ven naturalmente perjudicados, estos últimos no se contrajeron en la misma intensidad que la producción industrial. La empresa pudo incrementar las exportaciones desde un 8% hasta un promedio del 13% del total producido en los últimos años.

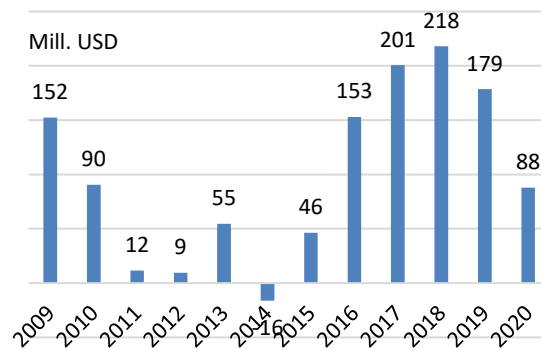
Despachos de Acero



Fuente: Elaboración propia en base a balances y OJF.

En cuanto a sus participaciones societarias, luego del traspaso obligado de Sidor a Venezuela en 2009, la empresa redirigió dicha inversión a Usiminas de Brasil en 2012. En la actualidad, su principal cobertura al riesgo local es su participación en Ternium México, compañía con tecnología de punta, integración vertical, financieramente muy sana y con gran alcance al mercado del acero en Norteamérica. A continuación, se detallan los buenos flujos de ingresos que la empresa tiene en moneda extranjera por su participación en dichas asociadas.

Ingresos de compañías asociadas



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

La significativa caída de la actividad ocasionada por la pandemia de COVID-19, con su punto más bajo en el mes de abril, fue seguida de una recuperación paulatina durante la segunda parte del 2020 y la primera de 2021 a medida que se flexibilizaban las actividades de la cadena de valor.

Medidas al dólar oficial, las ventas anuales del periodo 2020 alcanzaron los USD 1.868 millones, lo que representa un 16% menos que de los USD 2.225 millones de 2019. En contrario, los costos de ventas cayeron anualmente un 23% desde el nivel de USD 1.810 millones hasta USD 1.387 millones.

A partir de 2019, la compañía ha llevado adelante una importante reducción de costos en administración y comercialización llevándolos desde un 12% trimestral hasta un 7,6% de las ventas. Dicha mejora en la estructura de costos repercute en 2020 en un incremento en el EBITDA del 35% y del margen (EBITDA sobre ventas) de 8 puntos. A su vez, el resultado operativo de 2020 cerró en USD 289 millones frente a los USD 158 millones en 2019, lo que implicó una mejora del 83%.

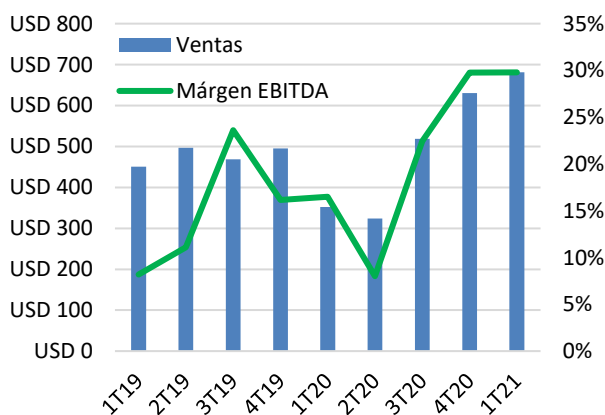
TXAR (Mill. USD)	2020	2019	Var (%)
Ventas	1.868	2.225	-16%
Costos	-1.387	-1.810	-23%
EBITDA	409	304	35%
Resultado Operativo	289	158	83%
Resultado Neto	267	230	16%
Margen Operativo	15%	7%	836 pb
Margen EBITDA	22%	14%	823 pb

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Tras la fuerte recuperación de la actividad en el primer trimestre de 2021, los despachos de acero fueron de 653 mil toneladas, una mejora del 54% respecto a igual periodo de 2020 y una mejora de 30% respecto al primer trimestre de 2019. Esta recuperación de la actividad impactó fuertemente en las ventas del primer trimestre, que crecieron un 93% contra el primer trimestre del 2020 y un 51% contra igual periodo de 2019. A su vez, el margen operativo mejoró sustancialmente llegando a un 25% en el primer trimestre 2021, desde un 8% y un 1% en igual periodo de 2020 y 2019, respectivamente.

TXAR (Mill. USD)	1T21	1T20	Var (%)	1T19	Var (%)
Ventas	681	352	93%	450	51%
Costos	-456	-283	61%	-392	16%
EBITDA	203	58	249%	37	451%
Rdo Operativo	174	27	536%	6	2980%
Rdo Neto	250	-10	-2499%	27	810%
Margen Operativo	25%	8%	1774 pb	1%	2424 pb
Margen EBITDA	30%	17%	1328 pb	8%	2161 pb

Fuente: Elaboración propia en base a balances.



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Un dato a destacar es la solidez financiera de la compañía. La misma posee un apalancamiento neto negativo, lo que implica que con el efectivo en caja puede cubrir más de la totalidad de sus obligaciones. Estos reducidos ratios de endeudamiento permiten que la empresa pueda continuar sobrellevando turbulentos contextos macroeconómicos con menores niveles de demanda. Por último, a pesar de haber cancelado el último pago de dividendos en 2020, la compañía históricamente tiene una interesante política de dividendos y gracias a la recuperación de comienzos de año, la empresa ha destinado parte de las ganancias a la conformación de un fondo para futuros pagos de dividendos.

Perspectivas

A lo largo de 2020 y en lo que va de 2021, la acción mostró un desempeño notable con un rendimiento del 114% en pesos versus un rendimiento del S&P Merval del 17% en el mismo periodo. La empresa cotiza con un P/E de 6, un P/VL del 90% y un EV/EBITDA en torno a 7 veces, por encima en todos los casos del promedio del mercado local. Este gran desempeño relativo no le quita atractivo. El valor de la empresa local al dólar CCL es menos que el valor de mercado de su participación en Ternium México. Al dólar oficial, el precio que pagó por la acción local representa sólo el 15% del valor de la empresa argentina "pura", ya el 85% de ese valor corresponde a su simple participación accionaria en el gigante mexicano. Sin dudas, desde hace muchísimos años, uno de nuestros preferidos del mercado local accionario.

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.sba.com.ar
manuel@cucchiara.sba.com.ar
ian@cucchiara.sba.com.ar