

18 de febrero de 2022

Aluar

Aluar es la única compañía productora y exportadora de aluminio del país. La compañía cuenta con una capacidad de producción de aluminio primario de 460.000tn. En su planta de Puerto Madryn se producen placas, lingotes, barrotos, alambro y aleaciones de aluminio para abastecer a diversas industrias, como ser construcción, automotriz, línea blanca y líneas de transmisión de energía. La mayor parte de su producción es destinada a la exportación de productos primarios a países como EEUU, Brasil, Japón y Alemania. A su vez, Aluar posee una línea de productos elaborados con capacidad de producir 35.000tn anuales de extruidos y laminados. Estos productos son fabricados en su planta de la localidad de Abasto, Prov. de Bs As.

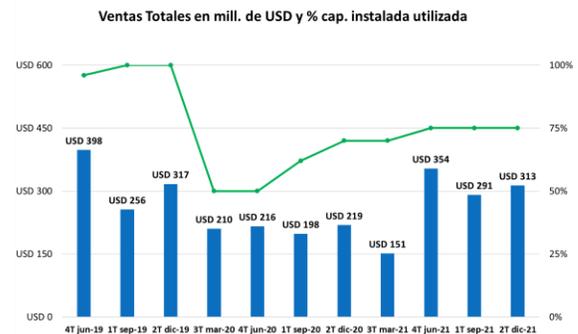
A lo largo de su historia, Aluar fue expandiendo sus actividades para lograr un elevado grado de integración. La compañía produce casi la totalidad de energía que requiere para su producción gracias a su participación accionaria del 60 % en la Hidroeléctrica Futaleufú S.A. y del 99% del parque eólico Genpat S.A. Además, la empresa cuenta con parte de transporte de energía propio, gracias a su porción del 20% en Transpa S.A. Por otro lado, a partir de un plan de diversificación, en el año 2002 Aluar adquirió el 100% de Infa S.A., una empresa especializada en proyectos de ingeniería, construcción, montajes y servicios industriales. La sinergia entre sus líneas de negocio y la eficiencia energética es la ventaja que le permite a producir aluminio para el mundo de manera competitiva.

Para el presente análisis los resultados, activos y pasivos de la compañía se han valuado en dólares al tipo de cambio mayorista, salvo aclaración. Se ha definido este criterio debido a que los ingresos de Aluar provienen mayormente de exportaciones. A su vez, la empresa posee buena parte de sus costos atados al dólar oficial y sus activos líquidos y pasivos financieros están mayormente denominados en moneda dura.

Ventas

La compañía cierra su ejercicio a mitad de año, y sus últimos resultados se corresponden al 2do trimestre del ejercicio 2021/22 con cierre en

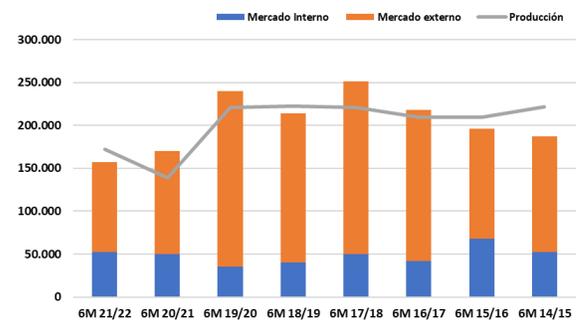
diciembre 2021. Las ventas del 2do trimestre totalizaron los USD 313 millones, esto significó un incremento del 43% con respecto al mismo trimestre del año anterior y un 8% más con respecto al 1er trimestre del ejercicio. Observando las ventas en forma semestral, el 1er semestre del presente ejercicio superó en un 45% al mismo periodo del año anterior. La mejora es realmente notable. Luego de los duros trimestres explicados por los efectos de la pandemia y la consecuente caída de la demanda y los precios internacionales, la compañía volvió a obtener ventas en torno a valores pre-pandemia



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Además, aún tiene espacio para mejorar, ya que continúa operando al 75% de su capacidad instalada debido a que el párate operativo requerirá no menos de 6 meses extra para rehabilitar la totalidad de las instalaciones. La cantidad producida de aluminio (segmento primario) del último semestre se recuperó contra el semestre anterior, pero sigue aproximadamente 20% por debajo de años anteriores.

Volumen de vts. y prod. 1er sem. (2014/15 - 2021/22)

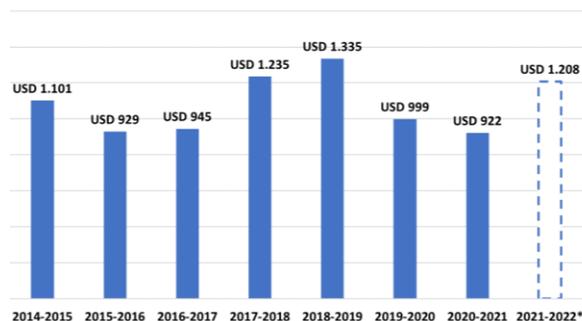


Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En términos históricos, luego de haber cerrado el ejercicio 2020/21 con ventas por USD 922 millones, valor que superó nuestras estimaciones ([ver informe anterior](#)), siendo moderados y

proyectado un 2do semestre idéntico al primero, el ejercicio 2021/22 luce muy prometedor.

Ventas Totales en millones de USD (2014/15 - 2021/22)



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

No se puede evitar explicar la mejora en los ingresos sin observar el rally del aluminio. El commodity alcanzó su valor más alto desde 2008. En febrero de este año, el precio rompió la barrera de los 3200 USD por tonelada, y promedia en lo que va del presente ejercicio los 2800 USD, un 48% más que el precio promedio del ejercicio anterior. Este fuerte impulso se explicó por un importante déficit de oferta en China. El país asiático produce la mitad del abastecimiento mundial y restringió su producción para reducir la contaminación. A su vez, los altos costos energéticos para la producción llevaron a reducir cantidades en otras partes del mundo. En suma, el conflicto geopolítico Rusia-Ucrania que amenaza con sanciones a Rusia, otro importante productor, intensificó la preocupación por el suministro.

Precios Internacional Aluminio (USD/tn)



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

En materia de costos, la alúmina, principal materia prima para la producción, no reflejó el mismo incremento. A pesar de tener cierta correlación con el precio del aluminio, el valor promedio de la alúmina en el presente ejercicio, solo aumentó un

30% con respecto al promedio del ejercicio anterior y debería trepar casi el 70% para llegar a máximos de 2018. Asimismo, como Aluar utiliza el modelo de costos históricos (precio promedio ponderado), los incrementos en las materias primas, insumos y gastos se reflejan en menor medida que los incrementos de los precios en las ventas. Este efecto permitió a Aluar mejorar fuertemente su margen bruto. Será necesario monitorear el avance de la absorción de los costos en los próximos resultados.

Por otro lado, observando la segmentación geográfica de las ventas, a pesar de la caída en las cantidades exportadas los precios hicieron que las exportaciones aumenten su participación en los ingresos totales de la compañía. Las mismas significaron el 57%, creciendo un 52% en dólares vs. el semestre anterior. En lo que respecta a las líneas de negocio, la división primaria aumentó su importancia concentrando el 87% de las ventas. Los productos elaborados aumentaron en cantidades vendidas (el mayor de los últimos 5 años), pero por efecto de los precios internacionales del aluminio volvieron a representar el 10% de las ventas totales.

Vts. por destino (mill. de USD)	Export.	M. local	Total	Vts. por línea (mill. de USD)	Prim.	Elab.	Energía	Serv.	Total
6M Ej. 21/22	347	257	604	6M Ej. 21/22	527	58	14	5	604
% Seg	57%	43%	100%	% Seg	87%	10%	2%	1%	100%
6M Ej. 20/21	228	188	417	6M Ej. 20/21	352	43	19	3	417
% Seg	55%	45%	100%	% Seg	85%	10%	4%	1%	100%
Var. % USD	52%	36%	45%	Var. % USD	50%	36%	-25%	51%	45%
Var. p.b. Seg	266	-266	-	Var. p.b. Seg	272	-61	-214	3	-

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Márgenes y resultados

Tanto los márgenes como los resultados fueron beneficiados por el impulso de las ventas y el menor peso de los costos. El EBITDA del 1er semestre creció más del triple interanualmente. A su vez, los márgenes brutos, operativo y EBITDA crecieron entre 1.800 y 2.100 puntos básicos. El margen EBITDA del semestre saltó del 15% al 34%, alcanzando márgenes récord que se asimilan al excelente ejercicio 2017/18 que cerró en 31%. Por último, naturalmente el resultado neto se disparó.

Aluar (millones de USD)	2T dic-21	2T dic-20	Var (%)	6M 21/22	6M 20/21	Var (%)
Ventas	313	219	43%	604	417	45%
Resultado bruto	102	30	237%	200	52	280%
Resultado operativo	79	14	452%	156	20	672%
EBITDA	104	37	182%	203	64	220%
Resultado neto	68	8	740%	123	1	24015%
Margen bruto	33%	14%	1.878	33%	13%	2.045
Margen operativo	25%	7%	1.873	26%	5%	2.101
Márgen EBITDA	33%	17%	1.640	34%	15%	1.837

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

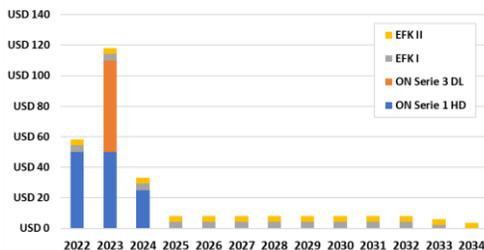
Perfil de deuda

Con respecto a sus pasivos financieros, Aluar reportó una deuda de USD 296 millones. La misma está denominada un 98% en moneda dura y se compone mayormente por obligaciones negociables (62%) y préstamos de la agencia de crédito a la exportación danesa EKF (34%).

Los préstamos de la EKF fueron otorgados para la obra del parque eólico que finalizó en 2020. Los mismos vencen en 2033 y 2034. Durante su vigencia Aluar deberá mantener un ratio de Deuda Neta/EBITDA menor a 3.5 y un ratio de Deuda Neta/PN o Capitalización Bursátil menor a 2.5.

Por su parte, las ONs se corresponden, a la Serie 1 “hard dollar” Ley Argentina pagadera en dólares cable y garantizada sobre derechos de exportación con vto. en 2024, amortización en 12 cuotas trimestrales, cupón del 6,7% con valor residual de USD 125 millones, y a la Serie 3 “dollar linked” al 0% con vto. en 2023, pagadera en pesos al tipo de cambio oficial por USD 60 millones.

Vencimientos de Deudas Financieras (mill. USD)



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

La deuda financiera neta, deuda menos caja y equivalentes, totalizó USD 216 millones, 23% menos que el año anterior. La compañía no tomó deuda y abonó amortizaciones. De esta manera, la deuda neta representa solo la mitad del EBITDA anualizado del 1er semestre, un nivel muy bajo de apalancamiento. A su vez, el EBITDA anualizado representa 27 veces el pago de intereses anuales, una cobertura muy holgada gracias a pagos de capital y la reducción de los intereses. La solvencia financiera de Aluar es realmente envidiable.

Aluar (millones de USD)	2T dic-21	2T dic-20	Var (%)
Deuda Total	296	352	-16%
Caja y equivalentes	80	73	10%
Deuda Neta	216	279	-23%
EBITDA (anualizado)	406	127	220%
Deuda Neta/EBITDA	0,5	2,2	-1,7
Intereses (anualizado)	15	33	-55%
EBITDA/Intereses	27,3	3,8	23,4

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Ahora bien, como aclaramos al inicio, las estimaciones anteriores se realizaron según resultados, activos y pasivos al tipo de cambio oficial. Si tratamos de estresar las variables, en un escenario que impida a la compañía acceder al mercado mayorista de cambios a su caja en pesos y a los ingresos del mercado local, al tipo de cambio contado con liquidación el EBITDA se reduciría a USD 317 millones, y la caja pasaría a ser aproximadamente unos USD 67 millones. Sin embargo, esta reducción de capacidad de pago se compensaría con el bono pagadero al tipo de cambio oficial, ya que debido a la brecha cambiaria en torno al 100%, pasaría a ser una deuda de USD 29 millones. En resumen, en un escenario que modifique las condiciones de acceso al mercado de cambios, Aluar conservaría la misma excelente posición financiera.

Renta Fija

A la fecha el bono “hard dollar” 2024 cotiza clean en el exterior a 100.9 USD con una TIR del 6.4%. En nuestro mercado local, donde los títulos cotizan con intereses corridos y amortizaciones, el precio es de \$ 17185 o USD 78.50 MEP (locales). Esto brinda una TIR en USD MEP del 3.2%, menor por efecto del canje MEP/contado con liquidación. Aluar se ubica dentro de los corporativos de mayor calidad crediticia en la curva privada argentina. El mercado reconoce la solidez de la compañía. De todas formas, el monto emitido es bajo para los parámetros internacionales, con lo cual su liquidez es bastante acotada para operar.



Fuente: Bloomberg

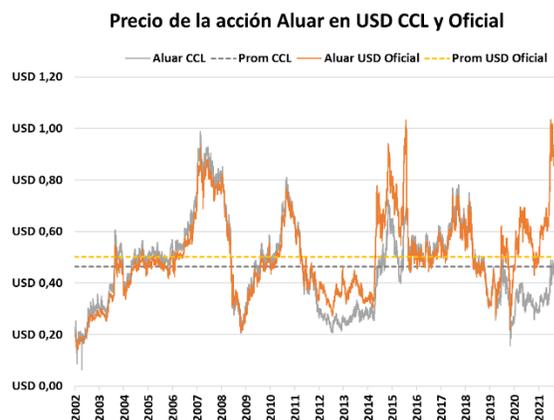
Renta Variable

Como identificamos en el informe anterior, el rendimiento en pesos de la acción Aluar desde las elecciones PASO 2019 (momento de disrupción de expectativas y comienzo de nuevo régimen para el mercado) superó con amplia diferencia la performance del Merval. Aluar obtuvo casi el triple de rendimiento, alcanzando un alza del 604%.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

Por sus características defensivas de flujos y stocks muy dolarizados, Aluar es una de las cotizantes del mercado local que lograron brindar mayor resguardo de valor en los últimos años. Su cotización muestra una estrecha relación con el avance de la devaluación, aunque no puede evitar los ciclos económicos tanto argentinos como globales. En precios históricos, Aluar ha promediado los USD 0,46 por acción al tipo de cambio contado con liquidación, valor muy cercano al actual. Con el nivel de brecha cambiaría del 100% sería interesante observar si un salto en el tipo de cambio oficial de envergadura impulsaría en igual magnitud a un alza en el valor de la acción. A simple vista, este escenario parece estar algo descontado en el precio, sobre todo luego del fuerte rally de la acción de octubre y noviembre pasados.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

Por otra parte, realizando una valuación relativa a través de múltiplos, Aluar presenta ratios de Precio/Ganancias, Precio/Valor Libros y Enterprise Value/EBITDA bastante alineados con la industria, sin indicación de sobrecompra o sobreventa.

Compañía	País	Cap. (bill. USD)	P/E	P/B	EV/EBITDA
Aluar	Argentina	1,3	15,8	3,5	7,1
Norsk Hydro	Noruega	17,6	12,8	2,0	8,0
Hindalco	India	16,0	22,9	1,8	9,3
Aluminium Corp.	China	15,0	12,9	1,3	-
Alcoa	EEUU	13,8	10,3	2,9	6,2
Shandong	China	8,8	18,0	1,3	-
Yunnan	China	7,0	11,1	2,6	-
National Aluminium	India	3,0	17,6	2,1	11,4
Kaiser Aluminium	EEUU	1,7	38,6	2,3	11,0
Alro	Rumania	0,3	38,9	1,3	6,6
Promedio simple			20,3	2,0	8,7
Prom. pond. s/ capitalización			15,6	2,0	8,2

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Aluar se caracteriza por no tener una política formal en materia de dividendos, la decisión se toma en base a los resultados y las perspectivas. Luego de un ejercicio sin pagos de dividendos, la compañía abono por el ejercicio 2020/21 dividendos por acción de \$ 1,00 en noviembre 2021 y pagará \$ 0,07125 por acción en marzo de este año. Los pagos se vieron reducidos ya que fue necesario reconstituir la Reserva Legal generada por el resultado neto negativo del 2019/2020.

Perspectivas

La empresa ha tenido un semestre formidable gracias a los precios internacionales récord y la recuperación de la demanda global. Aluar aún tiene espacio para mejorar, ya que termino el año operando al 75% de su capacidad y sus volúmenes producidos todavía están por debajo de los valores pre-pandemia. Asimismo, la compañía mantiene un alto nivel de inventarios (USD 473 millones) que le permitiría defenderse ante la suba de los costos de producción, en parte ya minimizados por ser su propio generador de energía.

Tomar posición en el bono “hard dollar” podría ser una buena alternativa para realizar canje MEP-CCL o dolarizar un portafolio con dólares en el exterior. Con la evidente solidez financiera y el bajísimo apalancamiento, el riesgo del bono es netamente resultado de operar bajo riesgo país argentino. La dificultad se encuentra en la liquidez del bono. La empresa mantiene vigente su programa de obligaciones negociables, por lo que sería interesante estar atentos ante nuevas emisiones.

En lo que respecta a su acción, a valores históricos y múltiplos, Aluar parece estar en precios poco atractivos. La importante suba de finales de 2021, descuenta escenarios positivos que tendrán que ser convalidados en los próximos resultados. Será clave monitorear el comportamiento del precio del aluminio, el anuncio de un aumento en la capacidad instalada utilizada y la aceleración del ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial. Factores que podrían impulsar el valor de la compañía en el corto plazo.

En el largo plazo, indudablemente para los perfiles medianamente optimistas con el futuro de la Argentina, Aluar es una acción para tener en cartera. Su nivel de integración y dolarización le brindan un plus de carácter defensivo que no se encuentra en otros papeles. En esta idea se posiciona el fondo [CYC Renta Mixta](#) cuya tenencia actual es la segunda mayor ponderada, alcanzando el 7.5% del portafolio.

Buen fin de semana,

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