

22 de abril de 2022

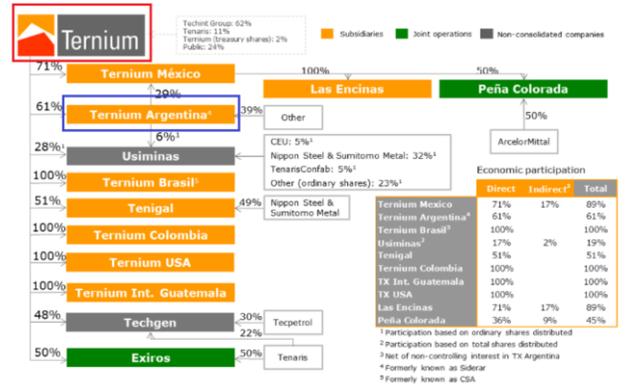
Ternium Argentina S.A.

Ternium Argentina (Ex Siderar) es el productor líder de acero plano en el país, con una capacidad de producción anual de acero terminado 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 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 siderúrgicas 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 los Estados Unidos.

Asimismo, a pesar de que en promedio histórico el 90% de la producción se destina a abastecer al mercado argentino, la empresa es la tercera en tamaño en América Latina y sus mencionadas participaciones societarias le permiten obtener una destacable diversificación geográfica de sus ingresos.



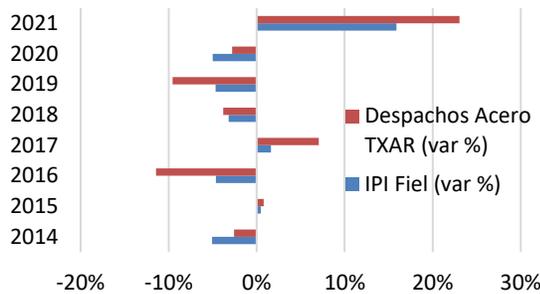
Fuente: Ternium.

La empresa tiene como principal mercado a compañías vinculadas al sector industrial, el cual se caracteriza por estar fuertemente correlacionado con los ciclos económicos.

En este sentido, luego de la fuerte contracción de los últimos años, en 2021 se registró un notable aumento del consumo de bienes durables y un mayor nivel de actividad en el sector de la construcción con un incremento del 31% año contra año. A su vez, la recuperación de la producción en maquinaria agrícola y de la industria automotriz registró aumentos interanuales del 20% y de 69%, respectivamente. De esta manera, la economía argentina finalizó el año 2021 con una recuperación del sector industrial del 15.8%.

En este contexto, los despachos totales de Ternium Argentina alcanzaron los 2,5 millones de toneladas de acero, un incremento del 23% con respecto a los despachos reportados en el 2020 (pandemia), niveles comparables a los alcanzados en los periodos 2013 a 2015.

Despachos de Acero vs. Índice de Prod. Industrial



Fuente: Elaboración propia en base a balances y FIEL.

En consecuencia, los despachos al mercado doméstico fueron de 2,4 millones de toneladas durante el año 2021, con un aumento del 34% respecto a 2020 y un 6% superiores al promedio histórico. Las exportaciones en 2021 fueron de 189 mil toneladas, un 39% menos que en 2020, pero un 12% más que el promedio histórico de la compañía. Las exportaciones durante el año 2021 fueron dirigidas en un 70% a Centro y Sudamérica, un 28% a Norteamérica y un 2% a Europa.

Despachos Acero TXAR (Mill. Tn)

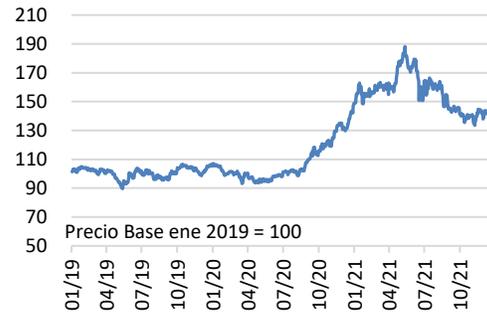


Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Resultados

Los precios internacionales de las principales materias primas que utiliza la compañía registraron una marcada volatilidad debido a múltiples factores como el fortalecimiento del dólar respecto de las otras monedas y las prolongadas interrupciones en la logística global.

Futuros de Mineral de Hierro



Futuros de Coque



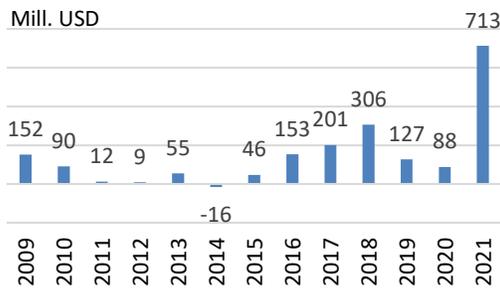
Fuente: Elaboración propia en base Bloomberg y Reuters.

Por esta razón, dicho efecto impacta directamente en los ingresos y los costos de la compañía y sus subsidiarias. Respecto a los primeros, medidos al dólar oficial, las ventas anuales del periodo 2021 alcanzaron los USD 3.470 millones, lo que representa un 86% más que en 2020 y un 56% más que en 2019. Sin embargo, el impacto del aumento de los precios internacionales de las materias primas solo se reflejó en parte en el costo de ventas, ya que durante el año fue consumiendo inventarios producidos con materias primas compradas con un desfase de algunos meses. Los incrementos en los costos en 2021 respecto de 2020 y 2019 fueron del 63% y el 25% respectivamente.

Sumado a esto, Ternium Argentina consolida en su balance las ganancias obtenidas por sus participaciones societarias en las compañías mencionadas al comienzo. En 2021, el resultado obtenido de estas inversiones fue por USD 713 millones casi 5 veces superior al promedio histórico de USD 130 millones. El resultado de la inversión en Ternium México

fue una ganancia de UDS 645 millones, superior a la ganancia de USD 128 millones en el año 2020. El resultado de la inversión en Usiminas fue una ganancia de USD 68 millones, comparado con una ganancia de USD 8 millones en 2020. Además de los mejores resultados operativos y financieros, en el año 2021 Usiminas registró una ganancia relacionada con una sentencia favorable en los tribunales brasileros relacionada con método de cálculo de ciertos créditos fiscales sobre las ventas. A continuación, se detallan los excelentes flujos de ingresos que la empresa tiene en moneda extranjera por su participación en dichas asociadas.

Ingresos por inversiones en cías. asociadas

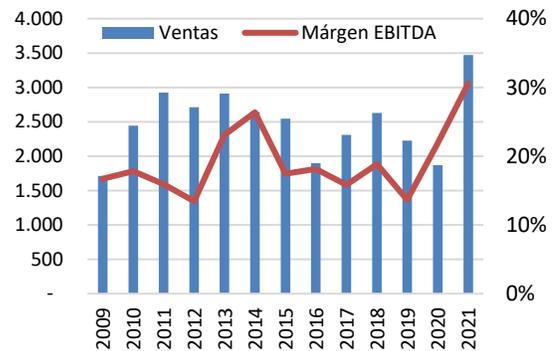


Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Como resultado, en 2021 los márgenes de la compañía registraron máximos históricos. El margen operativo mejoró llegando a 27%, un incremento de 1.300 puntos básicos respecto del 14% que la compañía mantiene históricamente. En tanto, el margen de EBITDA cerró el año en 31% sobre el nivel de ventas lo que implica un incremento de 1.230 pb respecto del 18% que históricamente registra Ternium Argentina.

TXAR (Mill. USD)	2021	2020	Var (%)	2019	Var (%)
Ventas	3.470	1.868	86%	2.225	56%
Costos	-2.260	-1.388	63%	-1.810	25%
EBITDA	1.061	409	159%	304	249%
Resultado Operativo	943	289	227%	158	498%
Resultado Neto	1.430	267	435%	230	521%
Margen Operativo	27%	15%	1172 pb	7%	2008 pb
Margen EBITDA	31%	22%	869 pb	14%	1692 pb

Ventas totales desde 2009 (Mill. USD)



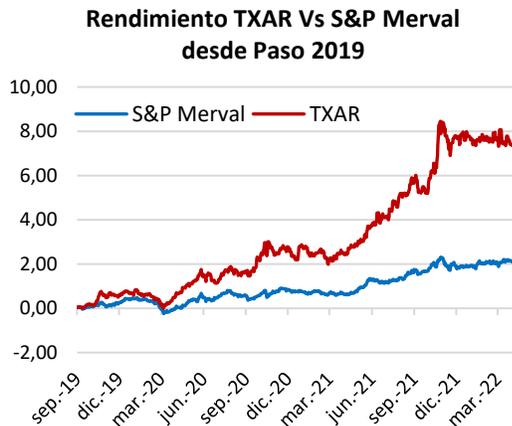
Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Un dato a destacar es la solidez financiera de la compañía. En 2021, la misma acumuló una liquidez USD 903 millones entre efectivo, bancos e instrumentos financieros de corto plazo, lo que le otorga un apalancamiento neto negativo e 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 del último año, la empresa ha destinado parte de las ganancias a la conformación de un fondo para futuros pagos de dividendos.

Renta Variable

Desde las PASO 2019 hasta la fecha, la acción de Ternium Argentina tuvo un desempeño del 730% superando por más de 5 veces en el mismo periodo el rendimiento del Merval. Esta diferencia se acrecienta sobre todo

desde finales de 2020 cuando comienzan a mejorar notablemente los indicadores de actividad industrial.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

Al mismo tiempo, el precio actual ajustado por tipo de cambio CCL se encuentra un 24% por debajo de su precio máximo obtenido en enero 2018. A su vez, cabe recordar que el valor de la empresa local al dólar CCL es similar al valor de mercado de su participación en Ternium México. Dicho de otra forma, el precio que pago en TXAR es prácticamente el valor de mercado de su participación en Ternium México, el negocio local no tendría casi valor. Sin embargo, como se vio en el reciente intento de absorción, difícilmente la empresa madre pague el valor de mercado a la subsidiaria Argentina para recomprar sus acciones.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

En la actualidad, la empresa cotiza con un P/E de 4, un P/VL del 126% y un EV/EBITDA en torno a 4.8 veces, por debajo de los siguientes casos promedio del mercado.

Compañía	Tiker	Cap (Mill USD)	P/E	P/VL	EV/EBITDA
Ternium Arg SA	TXAR	5.485	4,2	1,3	4,8
Allegheny Tech Inc	ATI	2.027	-	3,0	11,7
Carpenter Tech Corp	CRS	1.932	-	1,4	15,2
Worthington Ind Inc	WOR	3.517	10,4	2,4	14,2
Commercial Met Co	CMC	3.934	9,3	1,7	5,8
Ternium Mex SA	TX	8.725	2,2	0,8	1,6
Mediana			6,7	1,6	8,8
Promedio Simple			6,5	1,8	8,9
Prom Pond. S/ Capitalización			1,6	1,6	7,0

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Perspectivas

Luego de la importante recuperación experimentada en el año 2021, en un contexto de relativa incertidumbre en cuanto al comportamiento de las principales variables macroeconómicas de la economía local, se puede esperar una moderación en los despachos de la compañía. El escenario internacional no trae menos incertidumbre que el local. Los precios de venta como los costos de insumos seguirán mostrando una marcada volatilidad.

Sin embargo, a lo largo de los años, la empresa ha mostrado una gran capacidad de adaptación a los diferentes y complejos escenarios locales e internacionales. Desde hace muchos años, Ternium es una de nuestras empresas favoritas del mercado argentino. En esta idea se posiciona el fondo [CYC Renta Mixta](#) cuya tenencia actual es la de mayor ponderación, alcanzando casi el 10.5% del portafolio. TXAR es sin duda una acción a tener en la cartera local.

Buen fin de semana,

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