

5 de marzo de 2021

Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.

Aluar es la única compañía productora y exportadora de aluminio del país. La compañía cuenta con una capacidad actual de producción de aluminio primario de 460.000 tn anuales en su planta de Puerto Madryn. En ella se producen placas, lingotes, barrotes, alambrón y aleaciones de aluminio para abastecer a las más diversas industrias, como ser construcción, automotriz, línea blanca y líneas de transmisión de energía entre otras. La mayor parte de su producción es destinada a la exportación de productos primarios a países como Estados Unidos, Brasil y Japón. A su vez, Aluar posee una línea de productos elaborados con capacidad de producir 35.000 tn anuales de extruidos y laminados. Estos productos son fabricados en su planta de la localidad de Abasto, Provincia de Buenos Aires.

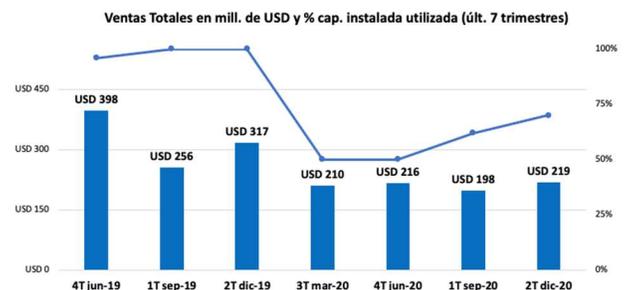
A lo largo de sus 50 años de vida, Aluar fue expandiendo sus actividades para lograr un elevado grado de integración vertical en su cadena productiva y de comercialización. Al cierre del último ejercicio la compañía llegó a producir el 90% de la energía eléctrica que consumió gracias a su participación accionaria del 60% en la Hidroeléctrica Futaleufú S.A. y del 99% de su flamante parque eólico Genpat S.A. Además, la compañía también cuenta parcialmente con 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 la empresa producir aluminio para el mundo de manera competitiva.

Ventas

La compañía¹ que cierra su ejercicio en junio de cada año, presentó en sus últimos resultados

¹ Aluar y sus subsidiarias comunicaron que hasta el momento han podido cursar operaciones de cambio dentro del mercado mayorista de cambios. Además, el mayor porcentaje de sus ingresos y parte de sus costos están atados al dólar oficial. Por lo tanto, los resultados, activos y pasivos detallados a continuación, sean en pesos o en moneda extranjera, según el

trimestrales a diciembre 2020 ventas totales por USD 219 millones, acumulando un total de USD 417 millones en lo que va del ejercicio 2020/21. Esto representó una caída con respecto al mismo trimestre del año anterior de un 31%, y una merma interanual de los primeros seis meses del ejercicio de un 27%. Estas marcadas caídas se explican producto de las consecuencias generadas por la pandemia, que deprimió los precios internacionales del aluminio a mínimos de 5 años en abril y mayo pasado. A su vez, las restricciones sanitarias impuestas desde marzo obligaron a la compañía a operar al 50% de su capacidad instalada, llegando a recuperarse recién a niveles del 70% a finales del año 2020.



Fuente: Elaboración propia en base a balances.



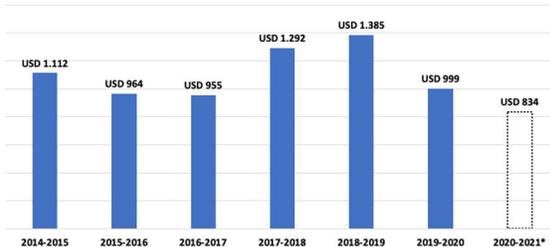
Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Por otra parte, en términos históricos, cabe destacar que Aluar refleja un flujo de ingresos por ventas bastante equilibrado en sus últimos 7 ejercicios. En el periodo de los ejercicios 2014/15 hasta el 2019/20 las ventas netas anuales en USD fluctuaron en torno a una media anual de aproximadamente USD 1.100 millones.

caso, han sido valuados considerando las cotizaciones oficiales de los diferentes periodos. En el apartado de deuda haremos algunas salvedades dado que parte de sus pasivos son en moneda dura, básicamente el bono emitido en el mercado internacional.

Proyectando un escenario pesimista, que no considere la recuperación que tuvieron los precios internacionales del aluminio en lo que va del 2021, en donde las ventas de los próximos dos trimestres del año sean equivalentes a las de los últimos dos reportados, la compañía generaría en el ejercicio 2020/21 ventas por USD 834 millones, un 24% debajo de la media histórica calculada.

Ventas Totales en millones de USD últimos 7 ejercicios



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En línea con la caída de los precios internacionales, observando las ventas por segmentación geográfica, las exportaciones representaron en el acumulado hasta el segundo trimestre del ejercicio 20/21 un 55% de la facturación, cuando en el mismo periodo del ejercicio anterior había significado el 74%. A su vez, en este análisis se observa que las ventas del mercado local pudieron crecer en forma interanual, con una suba del 25% entre los primeros seis meses del ejercicio en comparativa con el mismo periodo del año anterior. Esta comparativa favorable se explicó gracias a una mayor cantidad de productos elaborados vendidos en el mercado interno.

Vts. por destino (mill. de USD)	Exportaciones	Mercado local	Total
6M Ej. 20/21	228	188	417
% Seg	55%	45%	100%
6M Ej. 19/20	422	151	573
% Seg	74%	26%	100%
Var. % USD	-46%	25%	-27%
Var. % Seg	-19%	19%	-

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Por su parte, evaluando las ventas por división de líneas de negocio, se observa una fuerte caída en los totales facturados por productos primarios (mayormente exportables) y la venta en la generación de energía. Por otro lado, como fue mencionado, hubo un importante incremento en la participación de los ingresos generada por

productos elaborados (mayormente para el mercado local).

Vts. por división (mill. de USD)	Primarios	Elaborados	Generación de energía	Ingeniería, constr. y montajes	Total
6M Ej. 20/21	352	43	19	3	417
% Seg	85%	10%	4%	1%	100%
6M Ej. 19/20	513	33	25	2	573
% Seg	90%	6%	4%	0%	100%
Var. % USD	-31%	28%	-25%	97%	-27%
Var. % Seg	-5%	4%	0%	1%	-

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Márgenes y resultados

En línea con la caída en las ventas, en el último trimestre reportado Aluar alcanzó un EBITDA 14% inferior con respecto al mismo periodo del año anterior. Además, en el acumulado del ejercicio, el EBITDA totalizó los USD 64 millones, un 18% menor al alcanzado en el ejercicio 2019/20. A pesar de estos datos negativos, es destacable que el Margen operativo se vio poco afectado, mientras que el Margen EBITDA demostró una leve mejora. Dada la caída en la producción, la merma en la utilización de la capacidad instalada y el peso de los costos fijos en su estructura, la reducción de los márgenes fue muy baja. Esto muestra la gran eficiencia operativa de la compañía, principalmente gracias a su integración vertical.

Aluar (millones de USD)	2T dic-20	2T dic-19	Var (%)	6M Ej. 20/21	6M Ej. 19/20	Var (%)
Ventas	219	317	-31%	417	573	-27%
EBITDA	37	43	-14%	64	77	-18%
Resultado operativo	14	26	-45%	20	40	-50%
Resultado neto	8	32	-75%	1	-27	5133%
Margen operativo	7%	8%	-2%	5%	7%	-2%
Márgen EBITDA	17%	14%	3%	15%	13%	2%

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Rendimiento de la Acción

Aluar se consolida como una de las compañías de mayor resguardado de valor en el mercado dentro del Panel Líder del S&P Merval en términos comparativos. Es evidente que su cotización muestra una estrecha relación con el avance de la cotización del dólar en nuestro país gracias a su fuerte vocación exportadora. En valores históricos, Aluar ha promediado los USD 0,5 por acción a tipo de cambio oficial. En cada sinceramiento del tipo de cambio la acción ha acompañado la

devaluación. En términos relativos lo ha hecho bien, en términos absolutos al dólar libre su desempeño no escapa a la realidad argentina.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

En relación a su rendimiento en pesos, desde las elecciones PASO 2019, para concentrarnos en el actual contexto del mercado, la acción superó ampliamente el rendimiento del Merval, llegando a alcanzar un rendimiento del 133% en términos anualizados en comparación al Merval que alcanzó un 46%.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

Política de dividendos

La compañía se caracteriza por no tener una política formal en materia de dividendos, la decisión se toma en base a los resultados obtenidos y las perspectivas de los accionistas. A modo de ejemplo, en 2018 y 2019 la compañía pagó dividendos anuales por acción de 2,20 y 1,29 pesos respectivamente, dando la excelente posibilidad al inversor a recibir los mismos en USD al tipo de cambio oficial en el exterior.

Debido a que en el último ejercicio de 2019/20 el resultado neto fue negativo, el Directorio dispuso aplicar el quebranto a la cuenta de Reserva para

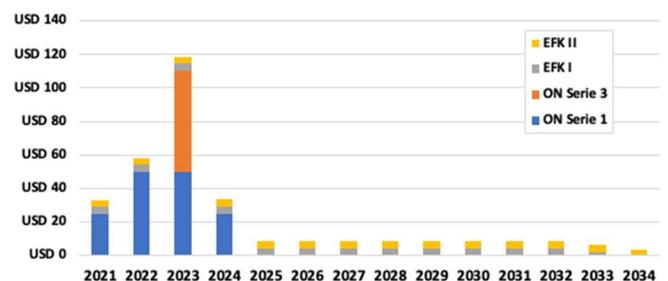
Futuros Dividendos, quedando esta última en cero, y otra parte minoritaria aplicarla a la Reserva Legal. La Reserva Legal deberá ser reconstituida por las futuras utilidades que se generen por lo que de haber un resultado neto positivo en el presente ejercicio 2020/21 es probable que el dividendo sea menor a los anteriores o continúe sin ser distribuido.

Perfil de deuda

Con respecto al perfil de deuda, Aluar reportó una deuda financiera total de USD 352 millones. La deuda está compuesta mayormente por obligaciones negociables en un 60%, seguido por dos préstamos de la agencia de crédito a la exportación danesa (EKF) que constituyen el 31%, mientras que el 9% restante pertenece a préstamos bancarios.

Los préstamos de la agencia EFK que fueron otorgados para llevar adelante las obras del parque eólico Genpat S.A. contabilizan los USD 109 millones. Los préstamos se amortizan trimestralmente en cuotas iguales hasta su vencimiento en 2033 y 2034 respectivamente. Por su parte, las obligaciones negociables consisten en dos emisiones, por un lado la Serie 1 pagadera en dólares emitida por USD 150 millones con vencimiento en 2023 y cupón del 6,7% anual, y por otro lado la Serie 3 "dollar linked" emitida por USD 60 millones a tasa 0% pagadera en pesos al tipo de cambio oficial a su vencimiento en 2023. En el gráfico a continuación se detalla el perfil de vencimientos.

Vencimientos de Deudas Financieras (mill. USD)



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Si consideramos la deuda financiera neta, deuda menos el efectivo y equivalentes, la misma ronda

los USD 279 millones. Esto representa 2,2 veces el EBITDA anualizado al último cierre acumulado del ejercicio (Net Leverage), un nivel de apalancamiento tolerable para la compañía considerando que existe buen margen para una mayor recuperación en las ventas y EBITDA. Por otro lado, observando otros ratios, el EBITDA anualizado representa 3,8 veces el pago de intereses anuales (Interest Coverage). Este ratio estimamos que aumentará con la normalización de las actividades. Comparando estos ratios con los alcanzados al mismo cierre del ejercicio anterior, se observa que el empeoramiento en el EBITDA, se compensa en buena medida con una menor carga de deuda financiera total e intereses. Aluar presenta buena salud financiera y buen acceso al mercado internacional.

Aluar (millones de USD)	2T dic-20	2T dic-19	Var (%)
Deuda Total	352	464	-24%
Caja y equivalentes	73	82	-11%
Deuda Neta	279	382	-27%
EBITDA (anualizado)	127	154	-18%
Deuda Neta/EBITDA	2,2	2,5	-11%
Intereses (anualizado)	33	36	-7%
EBITDA/Intereses	3,8	4,3	-11%

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Vale remarcar que en las estimaciones calculadas asumimos que como compañía exportadora Aluar posee la mayoría de su caja y equivalentes denominada dólares. La empresa es generadora de divisas y dada la normativa actual, puede hacer uso de esas divisas para pagar deuda. Esto se pone en evidencia en la alta paridad de sus bonos en USD, muy por encima de la curva corporativa argentina.

A la fecha el bono. 2024 cotiza cerca de la par (clean) a 99/100 USD con una TIR del 6,7/7,5% aproximadamente. Esto ubica a Aluar dentro de los bonos corporativos de mayor calidad dentro de la curva corporativa argentina, con rendimientos similares a vencimientos cercanos de empresas como Arcor y Tecpetrol. El monto de emisión es bajo para los parámetros internacionales, con lo cual su liquidez es acotada.

Bono Corporativo Aluar Serie 1 vto. 2024

ALUAR 6.7 04/09/24 \$199.103 +.010 97.162/101.044 .000/.000		AT 16:00 --X-- Source BVAL	
ALUAR 6.7 04/09/24 Co		Page 1/12 Security Description: Bond	
23 Bond Description		20 Issuer Description	
19 Bond Info		Issuer Information	
17 Addit Info	Name ALUAR ALUMINIO ARGENTINO	Identifiers	ID Number AX8704972
15 Resp/Fax	Industry Metals and Mining (BCLASS)	ISIN	ARALUA560013
13 Comments	Security Information	FIGI	BBG00NQ6M4F8
11 Guarantors	Mkt Iss DOMESTIC	Bond Ratings	
9 Bond Settings	Country AR		
7 Identifiers	Rank Secured	Currency	USD
5 Exchanges	Cpn Freq Quarterly	Series	I
3 Inv Parties	Coupon 6.700000	Type	Fixed
1 Fees, Restrict	Day Cnt ACT/365	Issuance & Trading	
23 Schedules	Maturity 04/09/2024	Amt Issued/Outstanding	
21 Coupons	SINKABLE	USD	150,000.00 (H) /
Quick Links		USD	150,000.00 (H)
22 Allg Pricing	Iss Sprd	Min Piece/Increment	500.00 / 1.00
19 GRD Qt Recap	Cale Type (460)ACTUAL-FIXED RATE	Par Amount	1.00
16 TDH Trade Hist	Pricing Date 04/04/2019	Book Runner	SBSTAR
14 CACS Corp Action	Interest Accrual Date 04/09/2019	Exchange	Multiple
12 CF Prospectus	1st Settle Date 04/09/2019		
10 CN Sec News	1st Coupon Date 07/09/2019		
8 HPS Holders			
68 Send Bond			



Fuente: Bloomberg

Perspectivas

Aluar tiene un perfil marcadamente exportador por lo que el desenvolvimiento de los precios internacionales del aluminio y la recuperación económica de sus principales países compradores será un factor clave para la recuperación de sus ventas. Como mencionamos en otros *Resúmenes* y en nuestras charlas mensuales, el comercio internacional se recuperó de gran forma en los últimos meses y los sectores de manufacturas a nivel global vienen mostrando un buen dinamismo. En los últimos meses, el panorama para las commodities muestra un escenario positivo, más allá de la volatilidad de las últimas ruedas producto del incremento en la tasa larga en Estados Unidos. El aluminio ha alcanzado en marzo precios en torno a los USD 2.200, valores que se acercan al rally del aluminio del 2018 y 2011.

Esta variable junto con el retorno de la utilización de su máxima capacidad instalada serán los factores claves que influirán en los próximos resultados. Al respecto de esto último, la compañía informó que la velocidad y la cuantía del reanque, dependerá de la evolución del contexto que permita una operación segura y sustentable de la producción incremental. Otro aspecto positivo de Aluar a considerar, es que

conserva una buena salud financiera y mantiene ratios de deuda equilibrados a pesar de las dificultades del contexto local e internacional.

Por otra parte, habrá que mantenerse al tanto sobre cuál será la política comercial que adopte el presidente Biden con respecto a los aranceles en la importación de aluminio. Los nuevos representantes del departamento de comercio de los EEUU han dado a entender que no planea un completo viraje con respecto a la línea dura de Donald Trump. La anterior administración había causado grandes preocupaciones en Aluar, haciendo desplomar su cotización a finales del 2019 cuando se el ex-presidente anunció que promovería fuertes imposiciones al aluminio argentino, medida que finalmente en enero de 2020 fue descartada.

Con respecto al tipo de cambio, si consideramos que la política cambiaria de micro devaluaciones continuará al menos hasta las elecciones, la empresa deberá conformarse con que el dólar acompañe el aumento de los costos locales ajustados por inflación. Claro está que, un salto devaluatorio que busque minimizar la brecha cambiaria será, como en ocasiones anteriores, será muy bien recibido por el precio de la acción.

Los aspectos positivos de Aluar obligan a que todo portafolio que apueste por la recuperación de la renta variable argentina, considere a Aluar dentro de sus tenencias, su perfil íntegramente exportador es difícil de encontrar en otra compañía local. En un escenario de recuperación moderada de su actividad, incluso por debajo de sus ventas y márgenes históricos, la valuación de mercado actual implicaría un ratio EV/EBITDA (activos y pasivos de a precios de mercado sobre EBITDA) en torno a 8 veces. Ratio más alto que el promedio local, pero en niveles para nada altos. Con esta misma visión nuestro fondo de Renta Mixta ha ido aumentando posiciones en la compañía durante los últimos meses, alcanzado una tenencia actual del 6%, una de las cinco principales compañías de nuestra cartera.

Buen fin de semana,

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