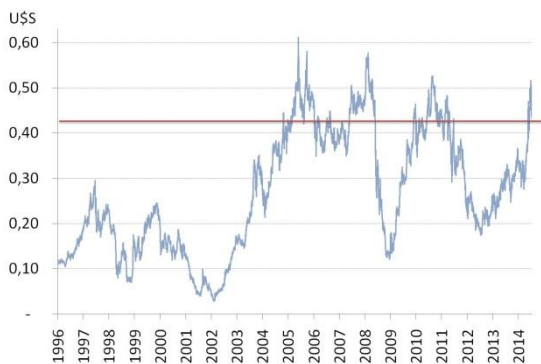


21 de Noviembre de 2014

SIDERAR

El *Resumen Económico* de esta semana lo dedicaremos al balance presentado por Siderar S.A.I.C. para el tercer trimestre. La acción presentó un excelente desempeño el último tiempo, subió un 95% en lo que va del año y nada menos que un 318% desde principios de 2013. Frente a la justificada tentación de tomar ganancias, a continuación intentaremos mostrar el gran atractivo de la acción basándonos en los bajos ratios de valuación y los buenos balances. En el mismo sentido, el rally de precios esconde la nominalidad de nuestra moneda. Medida en dólares, la cotización se ubica un 25% por debajo del pico de junio de 2008. Medida en pesos ajustados por inflación, los precios también se encuentran por debajo de dichos niveles.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters

Balances sólidos

Vale recordar que durante la primera parte del 2013 la empresa sufrió problemas operativos producto de una prolongada parada del alto horno n°2 de la planta de San Nicolás, lo que repercutió en mayores costos relacionados a la necesidad de importar productos semielaborados a precios más altos. Esto provoca que la base de comparación interanual sea más baja, apuntalando el crecimiento de los resultados. Por otra parte, los resultados del último trimestre también se vieron

favorecidos por el reconocimiento en los ingresos de un recupero de seguros por \$483,1 millones. Aún después de quitar estos dos factores circunstanciales, la empresa continúa mostrando sólidos resultados.

El resultado operativo de los primeros nueve meses del año fue de \$4.057,9 millones, un 92,2% por encima del mismo periodo de 2013. Sin considerar el ingreso extraordinario por recupero de seguros, el incremento fue del 69,4% gracias al incremento de las ventas por encima de los costos. Esto también provocó una clara mejora en los márgenes brutos y operativos. La ganancia neta del periodo creció un 115% a \$3.078 millones, incluidos \$335 millones por su participación en compañías asociadas del exterior.

Ternium México incrementó los resultados en lo que va del año gracias a la apreciación del peso mexicano con respecto al peso argentino. El resultado neto de Usiminas Brasil se acrecentó gracias a la mejora en su desempeño operativo y financiero. Por otro lado, en lo que va del año exhibió una ganancia contable de \$2.102 millones por la revaluación de su participación en estas compañías, también explicado por la devaluación del peso. Con lo cual, si bien la mayor parte de su producción se destina al mercado local, su participación en empresas del extranjero le brinda una buena cobertura frente a la depreciación del dólar oficial.

Vale remarcar que los buenos resultados se sustentan en los mejores precios de venta y los mayores márgenes, pero esconden la merma en las cantidades despachadas. Siderar concentra el 90% en el mercado local, con lo cual la recesión se está haciendo sentir. Este año se llevan despachadas un total de 1.863 mil toneladas, casi un 5% por debajo en relación al mismo periodo del año anterior. La caída alcanzó a todos los segmentos de peso de la compañía, laminados en caliente (-3%), laminados en frío (-8%) y productos revestidos (-4%). Por

último, las exportaciones se mantuvieron relativamente estables.

Acumulado 3 trimestres	2014	2013	y/y
Ingresos por ventas	15.551	11.520	35%
Costos de ventas	(10.298)	(8.204)	26%
Ganancia bruta	5.252	3.316	58%
Gastos de com. y adm.	(1.679)	(1.231)	36%
Resultado operativo	1.234	520	138%
Ingresos financieros netos	(434)	(310)	40%
Ganancia antes de resultados en compañías asociadas y del impuesto a las ganancias	3.624	1.800	101%
Ganancia de inversiones en compañías asociadas	335	196	71%
Ganancia antes del impuesto a las ganancias	3.959	1.996	98%
Ganancias del periodo	3.078	1.434	115%

OTROS RESULTADOS INTEGRALES

Efectos de conversión monetaria	2.102	829	154%
Participación en otros resultados integrales de otras compañías asociadas	(8)	9	-183%
Total otros resultados integrales	2.094	838	150%
Ganancia Total	5.187	2.273	128%

millones de pesos

La sólida posición financiera de la empresa es otro aspecto a destacar. La deuda financiera neta consolidada alcanza los \$1.380 millones frente a un patrimonio de \$19.086 millones. En el mismo sentido, presenta una posición acreedora en moneda extranjera (más activos que pasivos) y el ratio de cobertura de intereses (intereses/EBITDA¹) se ubica en niveles de 7, reflejando su muy buena salud financiera.

Firme en una coyuntura endeble

Como mencionamos anteriormente, la gran parte de sus ventas están destinadas al mercado doméstico, con lo cual la actual coyuntura será un gran desafío para la empresa y para la siderúrgica en general dado su carácter pro-cíclico. Su actividad está estrechamente ligada a la construcción (principalmente), a las industrias de bienes de capital, línea blanca y automotriz. Si bien este último sector demanda aceros con características especiales mayormente

¹ Ganancias antes de intereses, impuestos depreciaciones y amortizaciones.

importados, durante el 2013 Siderar inauguró una nueva instalación que permite la producción de aceros de mayor valor agregado (estación de desgasificado al vacío, aceros de alta embutibilidad) ampliando la gama de productos para la industria automotriz. En el mismo sentido, durante el primer trimestre del 2014 la empresa inauguró una nueva colada continua de desbastes en su planta de Ramallo, lo que incrementaría la capacidad productiva de la planta en 500.000 toneladas anuales hasta un total de 3,3 millones. Esta inversión permitiría además producir aceros con especificaciones más exigentes.

Todos los sectores demandantes vienen atravesando un escenario complejo. Hasta el mes de septiembre, la industria acumulaba una caída del 3,8% (IPI-OJF), explicada básicamente por la merma del 19,7% en la producción de maquinarias y equipos. En el acumulado hasta octubre, la producción de automotriz cayó casi un 31% (ADEFA) mientras que las ventas de electrodomésticos cayeron más de un 10% (CAME). Por último, la actividad de la construcción no levanta cabeza y continua terreno negativo (-1,2% ISAC-INDEC). Como se puede observar, la coyuntura local es bastante desfavorable para la compañía. El contexto internacional tampoco es alentador, el exceso de oferta y la acumulación de inventarios por parte de China ejercen presión bajista sobre el precio internacional de los productos siderúrgicos en un entorno de demanda alicaída.

Algunos ratios: muy castigada

El P/E, que mide el tiempo que se tardaría en recuperar la inversión atendiendo a las ganancias de la empresa, se ubica en torno a 4, de los más bajos del Merval e incluso por debajo del ratio presentado por la misma compañía durante el 2013. Es más, aún excluyendo las ganancias por su participación en Ternium México y Usiminas Brasil, el P/E

ronda los 9, por debajo del promedio del Merval. El valor de mercado apenas supera al valor de libros (140%), también entre los más bajos entre las compañías locales. Todos estos ratios muestran que a pesar de la suba reciente, la empresa todavía se encuentra bastante castigada por el mercado. Por último, vale remarcar el avance en sus ratios de rentabilidad con respecto al año pasado, el ROA (ganancias sobre activos) es del 14,3% y el ROE (ganancias sobre PN) es del 19,6%, frente al 6,3% y 9,1% del tercer trimestre de 2013, respectivamente.

Conclusiones

La empresa viene navegando de buena forma la difícil coyuntura local e internacional. La buena gestión y su poder de mercado permitieron incrementar los márgenes, contrarrestando la caída en las toneladas despachadas. Por otro lado, la empresa goza de una muy sólida posición financiera, tiene una muy baja carga de deuda y es acreedora en moneda extranjera. Si bien no es exportadora, su participación en sociedades del extranjero la deja bien posicionada frente a potenciales ajustes del tipo de cambio oficial. Además, los ratios de valuación muestran un claro castigo en relación a otras empresas del Merval y más aún frente a otras siderúrgicas de la región.

Si en los próximos años logramos una macroeconomía más ordenada, con menor tensión cambiaria e inflación más baja, seguramente la actividad de la construcción empujará nuevamente. El gran déficit en infraestructura y el potencial desarrollo del crédito hipotecario brindan una excelente oportunidad para la industria de la construcción y por ende, para Siderar.

Juan Battaglia
Economista Jefe