

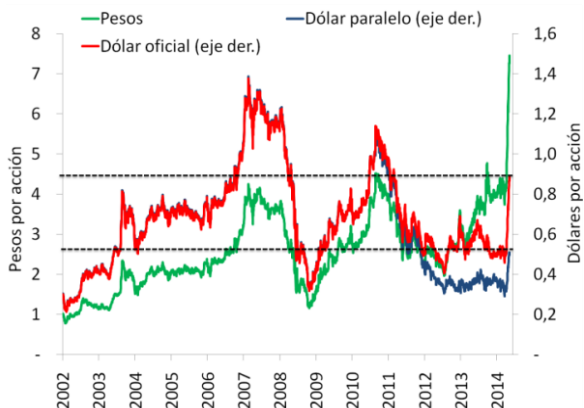
26 de Septiembre de 2014

ALUAR Aluminio Argentino SAIC.

La acción de la mayor empresa productora y exportadora de aluminio del país exhibió un espectacular desempeño en los últimos meses. En lo que va del año, el precio aumentó un 140% en la bolsa porteña, rompiendo récord tras récord en sintonía con el Merval. Desde principios de 2013, la suba supera el 250%.

Sin embargo, cuando observamos las cotizaciones en dólares, advertimos que todavía se ubican lejos de los máximos previos. En enero de 2011, último pico, la acción valía U\$1,09 (brecha casi inexistente), un 89% por encima del precio actual medido en dólares MEP y un 3% por arriba si lo medimos en dólares oficiales. En el mismo sentido, el precio en pesos actual ajustado por inflación es todavía un 15% inferior al alcanzado en dicha fecha.

Antes de tomar decisiones apresuradas, repasemos los números de los últimos balances y analicemos como la coyuntura local e internacional influyen en el desempeño de la compañía.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Datos del balance

La empresa finalizó su ejercicio económico el 30 de junio. Los ingresos crecieron un 23% al superar los \$7.000 millones, mientras que los

costos de ventas se incrementaron un 13% y alcanzaron los \$5.309 millones. Como resultado, la ganancia bruta saltó a \$1.702 millones, nada menos que un 71% mayor en relación al ejercicio anterior. El margen operativo se ubicó en el 24%, muy por encima del 17% experimentado el año previo. En el mismo sentido, el EBIDTA¹ prácticamente se triplicó (\$520 millones) y la ganancia neta para los accionistas alcanzó los \$698 millones, un 212% por encima del ejercicio anterior. Los resultados se vieron potenciados por el crecimiento de los costos, tanto los relacionados a las ventas como los de administración y distribución, muy por debajo de la inflación².

Resultados del ejercicio finalizado (junio)	2013	2014	%
Ingresos	5.679	7.011	23%
Costo de ventas	-4.686	-5.309	13%
Ganancia bruta	994	1.702	71%
Gastos de adm y otros	-499	-600	20%
Ganancia operativas	459	1.109	142%
Resultados financieros	-318	-506	59%
Ganancia antes de impuestos	297	992	235%
Ganancia del ejercicio	224	698	212%

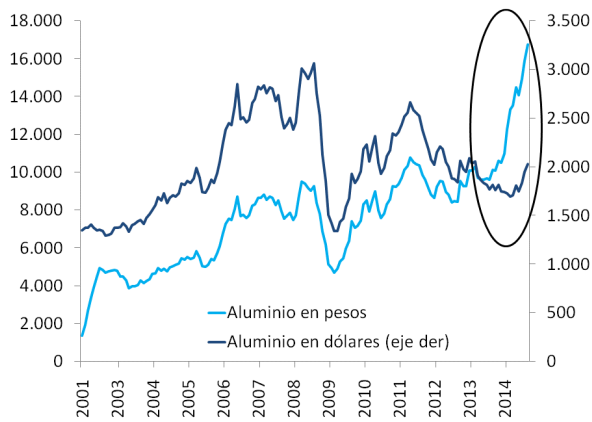
millones de pesos

El buen desempeño del ejercicio se explicó exclusivamente por los mejores precios, dado que las cantidades despachadas presentaron un leve retroceso. El 70% de las ventas se concentran en exportaciones de aluminio primario, con lo cual el precio final tiene dos componentes, el tipo de cambio y el precio internacional del aluminio. Con respecto a la divisa, durante el último ejercicio el dólar promedió los \$6,70, un 37% por encima del ejercicio anterior. En lo que respecta al aluminio (Londres referencia internacional), promedió los U\$1.760, mostrando una baja del 9%. En

¹ Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones.

² Vale aclarar que por las normas NIIF la valuación de inventarios se realiza por el costo histórico (promedio ponderado), con lo cual no incluye los efectos de la devaluación. Si para el caso de los insumos importados los inventarios se valorarían al costo de reposición, los costos aumentarían y los resultados operativos serían menores. Situación similar presentan las amortizaciones. Ante la falta de información para realizar la comparación interanual bajo este criterio, preferimos hacer la aclaración pero no entrar en detalles.

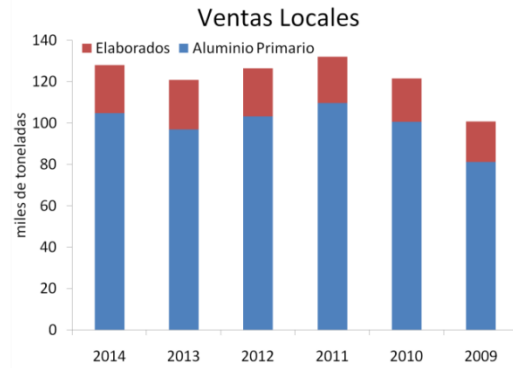
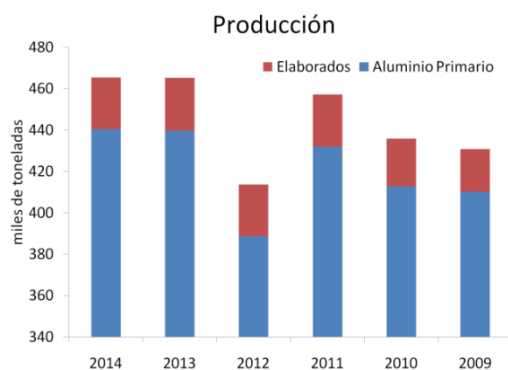
consecuencia, el precio medido en moneda doméstica se incrementó un 25%, impulsando los beneficios.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Por el lado de las cantidades, la producción de aluminio primario superó las 440 mil toneladas, prácticamente sin cambios. Por su parte, la producción de elaborados, retrocedió un 1,7% a 25 mil toneladas. En los últimos años la empresa no pudo aumentar la producción en forma significativa, la misma crece en promedio al 1,8% anual desde 2009.

Con respecto a las ventas, las cantidades despachadas cayeron un 6,2%, producto de la merma de los envíos al exterior del 10,7%. Las ventas al mercado interno crecieron un 5,9% y contrarrestaron parcialmente la baja de las exportaciones.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

En cuanto al nivel de endeudamiento, la empresa exhibió buenos indicadores. El índice de endeudamiento se ubicó en 0,53 (pasivos totales sobre patrimonio neto), mientras que el índice de liquidez (deuda neta/EBITDA) cerró en 0,65. Los últimos balances muestran bajos niveles de apalancamiento y holgados flujos de caja en relación a las obligaciones financieras. Por otro lado, la empresa mantiene una posición acreedora neta en moneda extranjera, con lo cual está bien posicionada ante eventuales subas del tipo de cambio.

En resumen, la suba del tipo de cambio más que compensó el moderado aumento de los costos, la merma del precio internacional y las menores cantidades exportadas. Por otro lado, la compañía mostró una sólida posición financiera.

Abastecimiento de energía

El abastecimiento de energía eléctrica es un punto clave a seguir dada la magnitud del consumo en la producción de aluminio. Para

tener una dimensión, la planta de Puerto Madryn tiene un consumo equivalente al de una ciudad de más de un millón y medio de habitantes. Por esta razón, Aluar es dueña del 60% de las acciones de Hidroeléctrica Futaleufú S.A. (principal generadora de la Patagonia) y del 20,4% de TRANSPA S.A. (empresa transportadora).

Por otro lado, la empresa posee equipamiento de generación de energía eléctrica a gas natural en su planta. Sin embargo, en la provisión de gas encontramos un punto clave a monitorear de cerca, ya que a principios de año Pan American Energy comunicó que terminaría de forma anticipada un contrato de abastecimiento de gas natural a la planta de Puerto Madryn que originalmente tenía vigencia hasta el 2027. Según la información trascendida en los medios, la petrolera realizó una oferta que fue aceptada por Aluar para extender el suministro hasta noviembre de este año. Por lo tanto, será muy importante la resolución del conflicto para asegurar el suministro a partir del 2015.

Perspectivas

Los auspiciosos números del último ejercicio fueron favorecidos por los buenos precios de venta, que crecieron varios puntos por encima de los costos. Debido a su fuerte perfil exportador de aluminio primario, sus ingresos están ligados principalmente a tres variables.

La primera variable clave es el precio internacional del aluminio. Las estimaciones³ son optimistas en cuanto al precio del metal en el corto plazo. La caída en los inventarios, la menor producción y la firme demanda China brindarían soporte a las cotizaciones frente al potencial fortalecimiento del dólar. Vale remarcar que Aluar afronta riesgo de precio al no tomar cobertura en el mercado

de futuros de Londres. El otro componente del precio es el tipo de cambio; durante muchos años el atraso cambiario perjudicó los resultados de la compañía. La macroeconomía argentina ya no resiste a una mayor apreciación real del tipo de cambio oficial. El dólar exportador deberá moverse, como mínimo, junto a los costos de producción en el mediano plazo. Cualquier depreciación real será un impulso adicional en el valor de la compañía. Por último, por el lado de las cantidades, creo que no podemos esperar demasiado. Los tres principales destinos de exportación son Brasil, Japón y Estado Unidos. Sólo para este último las proyecciones muestran indicios de un crecimiento un poco más dinámico para el futuro cercano.

Quizás una de las mayores fortalezas de la empresa, además de permitirle al inversor diversificar riesgo argentino, sea su sólida posición financiera y sus buenas reservas constituidas por resultados no distribuidos de ejercicios anteriores (aproximadamente \$1.541 millones).

De convalidarse el escenario favorable en materia de precios de venta para el aluminio, los resultados de la compañía se verán favorecidos. Por otro lado, vale remarcar que con la última escalada de precios la empresa presenta ratios de valuaciones bastante altos. El ratio precio contra ganancias (P/E) supera los 30, el valor de cotización sobre el valor de libros alcanza el 400% y valor de la empresa contra su caja (EV/EBITDA) escala a 16. Con lo cual, al mostrar ratios altos de valuación, será necesario que los resultados se incrementen en los próximos trimestres para convalidar mayores subas “genuinas” en el precio de la acción.

Juan Battaglia
Economista Jefe

³ www.harboraluminum.com