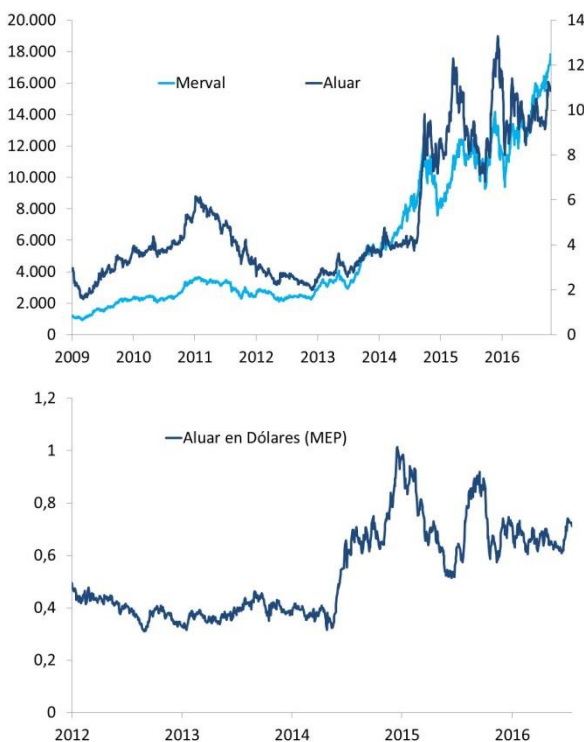


21 de Octubre de 2016

ALUAR Aluminio Argentino SAIC.

Entre agosto y septiembre de 2014, la acción de Aluar subió desde \$4 a \$9.50, un 140% en menos dos meses básicamente por dos motivos: el atraso relativo que arrastraba frente al resto del mercado y por el buen balance que llegó con posterioridad a la devaluación de principios del 2014.

Desde entonces, el precio en la bolsa local ha lateralizado con marcada volatilidad y una leve tendencia alcista. Sin embargo, al medir la evolución en dólares (contado con liquidación), la acción cotiza a U\$S 0,70, muy por debajo de los U\$S 0,90 alcanzados en diciembre último y lejos de su máximo de un dólar de principios del 2015.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

¿Por qué la devaluación de diciembre no impactó de lleno en la mayor empresa productora y exportadora de aluminio del país? La coyuntura que atraviesa el sector no es fácil, ni a nivel local ni internacional.

Datos del balance

La empresa cierra sus libros contables en junio, con lo cual disponemos del balance consolidado del último ejercicio. Las ventas superaron los \$10.818 millones, un 23,6% por encima del ejercicio anterior. Los costos crecieron al 31,6% alcanzando los \$8.019 millones. De esta manera, la ganancia bruta fue de \$2.798 millones, levemente por encima del ejercicio anterior. El crecimiento de los costos por encima de los ingresos provocó que el margen bruto cayera del 30% a menos del 26%. Como se puede ver en el siguiente cuadro, los márgenes cayeron luego de tres años consecutivos de crecimiento.

Misma dinámica siguieron los resultados operativos (brutos menos gastos de administración y distribución), cerrando el ejercicio en \$1.842 millones con un pálido aumento del 4% interanual. De esta manera, el margen operativo también cayó al 17% luego de tres años de incrementos ininterrumpidos. Por último, los resultados netos finalizaron en \$1.193 millones, un 6% por debajo del ejercicio anterior. Esto se explicó por el mencionado desempeño operativo y también por los mayores egresos financieros por diferencias de cambio que provocó la devaluación.

Estado del resultado integral	2013	2014	2015	2016	%
Ingresos	5.679,5	7.011,2	8.749,2	10.818,1	23,6%
Costo de ventas	-4.685,8	-5.309,4	-6.093,7	-8.019,9	31,6%
Ganancia (Pérdida) bruta	993,6	1.701,7	2.655,5	2.798,3	5,4%
Margen Bruto	17,50%	24,27%	30,35%	25,87%	
Costos de distribución	-271,1	-325,3	-406,2	-424,1	4,4%
Gastos de Administración	-227,7	-274,6	-367,5	-530,8	44,4%
Ganancia (pérdida) operativa	458,7	1.109,5	1.944,5	1.841,9	-5,3%
Margen Operativo	8,08%	15,82%	22,23%	17,03%	
Ingresos netos Financieros y Diferencias de Cambios	-228,0	-264,5	-132,1	-186,5	41,2%
Participación en subsidiarias	65,8	147,5	96,2	118,7	23,4%
Impuestos a las ganancias	296,5	992,5	1.908,6	1.774,2	-7,0%
Ganancia (pérdida) del período	223,7	698,2	1.276,9	1.193,5	-6,5%
Ganancia por acción	0,09	0,28	0,46	0,43	-6,5%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bolsar.

Si bien la empresa continúa siendo rentable y mostrando números positivos, se esperaban mejores resultados como consecuencia de la devaluación. 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.

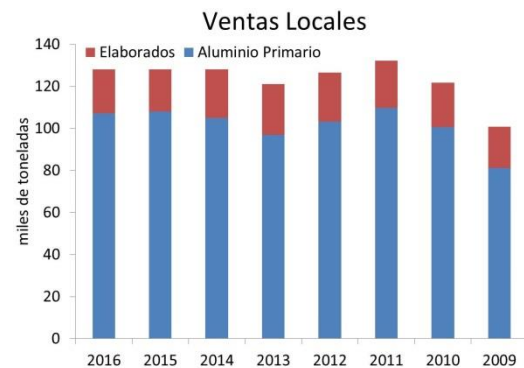
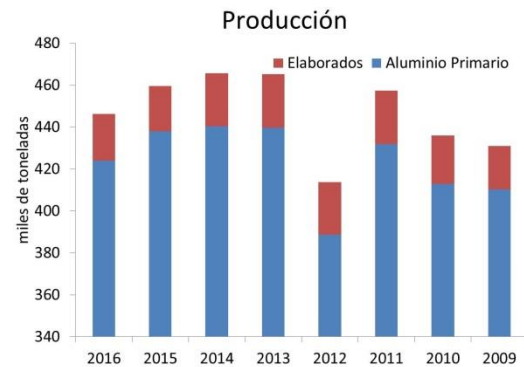
Con respecto a la divisa, durante el último ejercicio el dólar oficial promedió los \$12 (devaluación agarró medio ejercicio), marcando una suba interanual del 40%. Sin embargo, parte de esto se vio absorbido por la caída en precio internacional del aluminio (Londres referencia) que promedió los U\$1.570 la tonelada, una baja superior al 15% en relación al promedio del ejercicio anterior. En consecuencia, el precio medido en moneda doméstica se incrementó un 22%, por debajo del incremento de los costos de los insumos y de los gastos administrativos, lo que arrastró los márgenes hacia abajo.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Por el lado de las cantidades, la producción cayó levemente con respecto al año anterior y se mantiene prácticamente estancada desde el 2011 en torno a las 450.000 toneladas. Las exportaciones se recuperaron levemente luego del tropiezo del ejercicio anterior, al superar las 287.000 toneladas. Con respecto al mercado interno, las ventas locales se mantuvieron prácticamente sin cambios en 128.000 toneladas, bastante meritorio considerando el contexto doméstico de la industria y la construcción. Recordemos que solamente el 5% de las ventas corresponde a productos elaborados (perfiles, barras, tubos, laminados gruesos y

foil), y prácticamente la totalidad tienen como destino el mercado doméstico. En cambio, las exportaciones se concentran en aluminio primario y tienen como principales destinos Estados Unidos, Brasil y Japón.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

En cuanto al nivel de endeudamiento, la empresa exhibe buenos indicadores. La deuda neta representa solamente el 20% del PN y 0,65 veces el EBITDA, lo que pone en evidencia los reducidos niveles de apalancamiento. En el mismo sentido, la cobertura de intereses alcanza los 2,5 (EBITDA/Carga de intereses), cuenta con buenos flujos de caja en relación a las

obligaciones financieras. Por último, si bien cuenta con más pasivos que activos en moneda extranjera, su perfil exportador actúa como cobertura natural. En resumen, la empresa muestra una sólida posición financiera.

Abastecimiento de energía

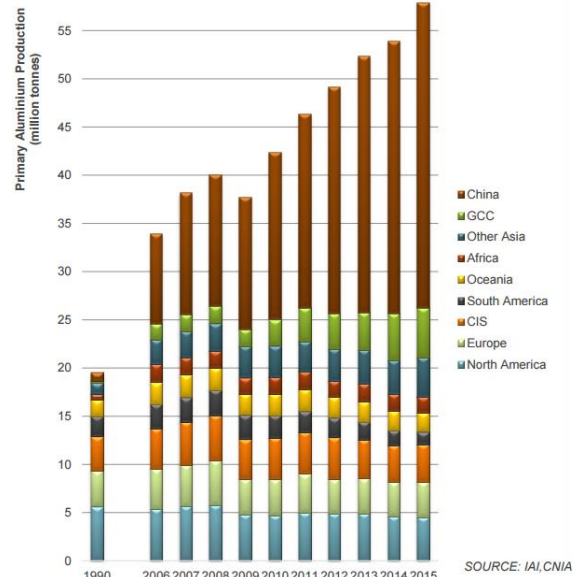
El abastecimiento de energía eléctrica es un insumo fundamental en el proceso de producción. Si bien la Aluar tiene una estructura vertical dado que es dueña del paquete mayoritario de Infa S.A. (actividades de servicios de ingeniería, construcciones y montajes industriales) y del 60% de las acciones de Hidroeléctrica Futaleufú S.A. (principal generadora de la Patagonia), parte de la energía depende del aprovisionamiento externo.

El principal proveedor de gas natural en Puerto Madryn es Pan American Energy, con quien acordó un contrato de suministro hasta el 2027. Sin embargo en el 2014 PAE notificó su decisión de dar por terminado en forma anticipada el contrato. Las empresas tienen abierta una fuerte disputa sometida a un proceso de arbitraje en la Cámara de Comercio Internacional. Por el momento hay un acuerdo transitorio entre ambas empresas para el suministro hasta fines de año, pero el conflicto y el riesgo de desabastecimiento continuo latente.

Perspectivas

Aluar tiene un perfil marcadamente exportador en un desafiante contexto internacional. Si bien los commodities parecen estabilizarse y creo que la suba de tasas de la FED (apreciación del dólar) será muy paulatina, el aluminio en particular enfrenta un problema de sobre inventarios. Un mundo creciendo por debajo de su PBI potencial y una abrumadora incursión de China como productor y oferente de

aluminio, provocaron una merma importante en el precio internacional del metal.



Fuente: www.world-aluminium.org

A nivel local (30% de sus ventas), seguramente veremos un contexto más esperanzador. Será difícil que la industria y la construcción continúen en retroceso, con el correr de los meses observaremos una natural recuperación en estas actividades. Con respecto al tipo de cambio, creo que la empresa deberá conformarse con que el dólar acompañe el aumento de los costos locales.

Desde el lado positivo, la compañía conserva su buena salud financiera y mantiene sus resultados en terreno positivo. En términos de precio, el atraso en los últimos meses con respecto a otras compañías de argentinas también es notorio. En lo que respecta a su valuación, los ratios lucen bastante coherentes, el P/E ronda los 25 (bajó bastante el último tiempo) y la empresa cotiza en un 370% su valor de libros.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe