

14 de abril de 2023

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 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.

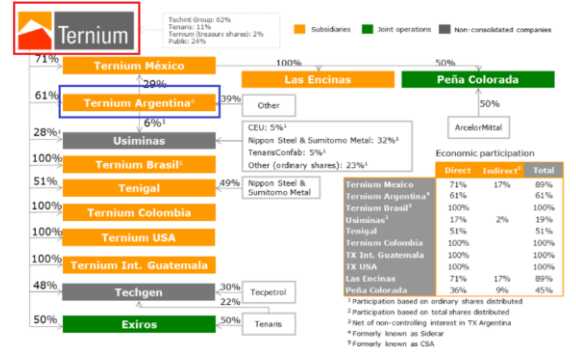
La compañía se encuentra integrada verticalmente en su cadena de producción, desde la importación, de las materias primas, hasta la operación de cinco centros industriales y seis centros de servicio en Buenos Aires y Santa Fe donde produce y procesa planchones, laminados, galvanizados, electro-cincados, 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 local Ternium Argentina (TXAR), vale la pena destacar que posee el 28.7% de las acciones con derecho a voto de Ternium México, compañía siderúrgica líder en el mercado de acero plano mexicano.

Desde 2012, Ternium global (TX) compañía siderúrgica con presencia en América Latina y en los Estados Unidos, mediante sus subsidiarias Ternium Investments, Ternium Argentina y Confab (subsidiaria Tenaris en Brasil), todas integrantes del grupo T/T tenían una participación minoritaria en Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. (Usiminas), el mayor productor de acero plano de Brasil.

A la fecha de elaboración del presente informe, el grupo T/T compró 68.7 millones de acciones que correspondían al segundo grupo controlante. La operación se encuentra pendiente de aprobación por parte de las autoridades brasileras, pero a su resolución, el grupo T/T tendrá una participación total del

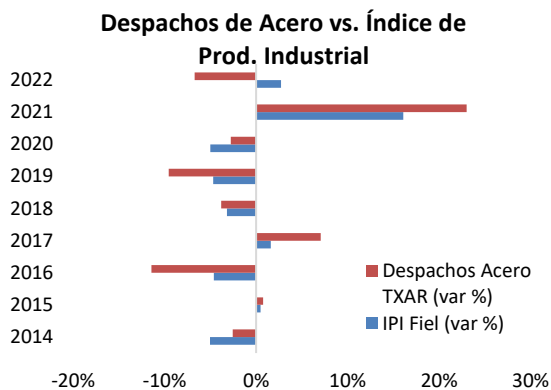
61,3% de las acciones conformándose en el grupo de control y, a su vez, Ternium Argentina aumentará su participación directa en Usiminas de 6,2% a 8,1% de los votos.



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, la economía se encuentra en el marco de un proceso de normalización de los patrones de consumo luego del alza inducida por la pandemia y una elevada incertidumbre, dados los desafíos macroeconómicos locales y las dificultades en el abastecimiento de insumos importados en el sector productivo.

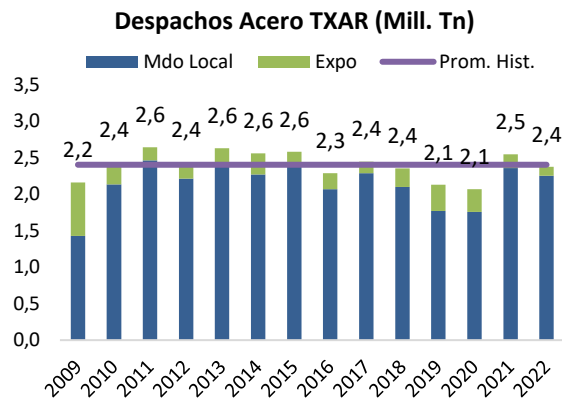
De este modo, el segmento “Vehículos automotores, carrocerías, remolques y autopartes” del índice de producción industrial del INDEC, en 2022 fue del 12.5%. Las “industrias metálicas básicas” crecieron 1.9%. Es así que, en 2022, la industria manufacturera se normalizó luego de los vaivenes de la pandemia y mostró un crecimiento acumulado del 4,3%. En este contexto, tras un 2021 con niveles de despachos de acero comparables a los mejores años de la compañía, en 2022 los despachos totales de Ternium Argentina alcanzaron los 2,4 millones de toneladas de acero, un 7% por debajo de 2021 y un 1% menos que el promedio histórico. Se notó un proceso de normalización, como en muchos sectores post pandemia.



Fuente: Elaboración propia en base a balances y FIEL.

En este sentido, los despachos al mercado doméstico fueron de 2,25 millones de toneladas durante el año 2022, un 4% menos que en 2021 y un 6% superiores al promedio histórico. Entre los principales sectores consumidores de acero plano, se destaca en el año el desempeño de la actividad de la construcción que mantuvo un crecimiento acumulado de 3.5%. Asimismo, la mayoría de los sectores manufactureros exhibieron desempeños consistentes en 2022, destacándose la recuperación de la industria automotriz con un 23.5%. Por su parte, el sector de maquinaria agrícola se mantuvo en buenos niveles alcanzando un 13.2%, pero con una notable caída en el cuarto trimestre del año en del orden del 7.1% producto de la sequía.

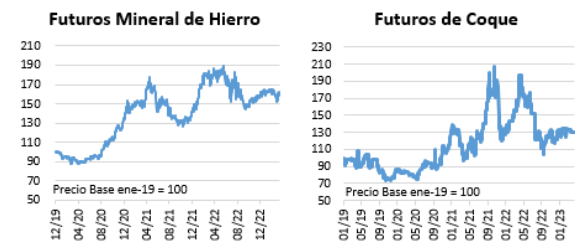
En contrario, las exportaciones en 2022 fueron de 123 mil toneladas, un 35% menos que en 2021 y un 56% menos que el promedio histórico de la compañía, principalmente afectadas porque la compañía debió ajustar la importación de insumos. De este modo, la participación del mercado argentino en el total de despachos fue del 95%. Es importante remarcar que a pesar de que históricamente en promedio el 90% de la producción se destina a abastecer al mercado argentino. Sin embargo, las mencionadas participaciones societarias en empresas extranjeras le permiten obtener una destacable diversificación geográfica de sus ingresos. Diversifica más por participación accionaria que por exportaciones.



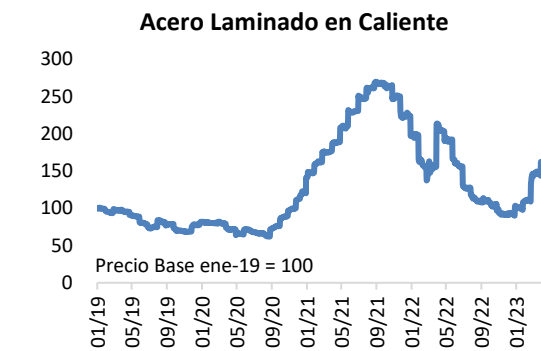
Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Resultados

Los precios internacionales de los principales insumos de la compañía registraron una marcada volatilidad a lo largo de 2022. A su vez, la desaceleración de la actividad económica global, producto de una alta inflación, tasas de interés crecientes en algunas regiones, un menor crecimiento de la economía China y los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania, afectó significativamente el consumo global de acero.



Fuente: Elaboración propia en base a Refinitiv y Bloomberg.



Fuente: Elaboración propia en base Bloomberg.

Por esta razón, dichos efectos impactan 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 2022 alcanzaron los USD 3.828 millones, lo que representa un 10% más que en 2021. En contrario, se debe tener en cuenta la distorsión que se genera por las diferentes velocidades entre la devaluación 72% (o atraso cambiario) con respecto a una tasa inflacionaria de 95% interanual. De este modo, los ingresos de la compañía medidos en pesos constantes caen 22% respecto de 2021, aunque crecen un 17% respecto de 2019, año con ingresos cercanos al promedio de los últimos 5 años.

Esta caída es compensada parcialmente por la licuación de costos fijos y una caída de los costos de ventas debido a los menores despachos de acero. De este modo, el resultado operativo alcanzó una ganancia de USD 907 millones o ARS 118.701 millones en 2022.

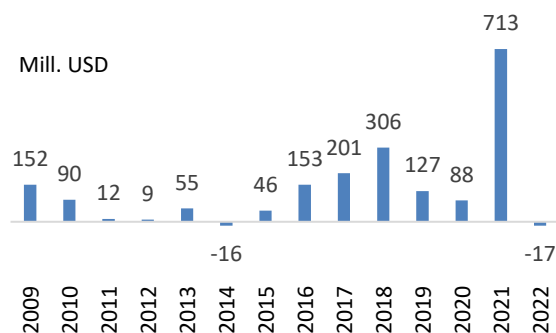
TXAR (Mill. USD)	2022	2021	Var (%)	2019	Var (%)
Ventas	3.828	3.470	10%	2.225	72%
Costos	-2.605	-2.260	15%	-1.810	44%
EBITDA	1.029	1.061	-3%	304	239%
Resultado Operativo	907	943	-4%	158	476%
Resultado Neto	637	1.430	-55%	230	176%
Margen Operativo	24%	27%	(346) pb	7%	1662 pb
Margen EBITDA	27%	31%	(368) pb	14%	1323 pb
TXAR (Mill. ARS Const)	2022	2021	Var (%)	2019	Var (%)
Ventas	500.751	638.044	-22%	428.693	17%
Costos	-340.763	-415.658	-18%	-348.696	-2%
EBITDA	134.609	195.024	-31%	58.519	130%
Resultado Operativo	118.701	173.333	-32%	30.361	291%
Resultado Neto	83.310	262.966	-68%	44.395	88%
Margen Operativo	24%	27%	(346) pb	7%	1662 pb
Margen EBITDA	27%	31%	(368) pb	14%	1323 pb

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Sumado a esto, Ternium Argentina consolida en su balance las ganancias obtenidas por sus participaciones societarias en las compañías mencionadas al comienzo. Durante el año, el resultado de estas inversiones fue una pérdida de USD 17 millones, comparado con una ganancia de USD 713 millones obtenidos en el año 2021, ambos resultados son valores atípicos respecto del promedio anual histórico de USD 102 millones.¹

¹ En 2022, las pérdidas se deben a desvalorizaciones contables de las inversiones de TXAR en estas compañías, como resultado de un aumento de las tasas de descuento internacionales. En 2021, las ganancias sobre el promedio se deben a que Usiminas registró una ganancia por una sentencia favorable en los tribunales

Ingresos por cías. asociadas



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

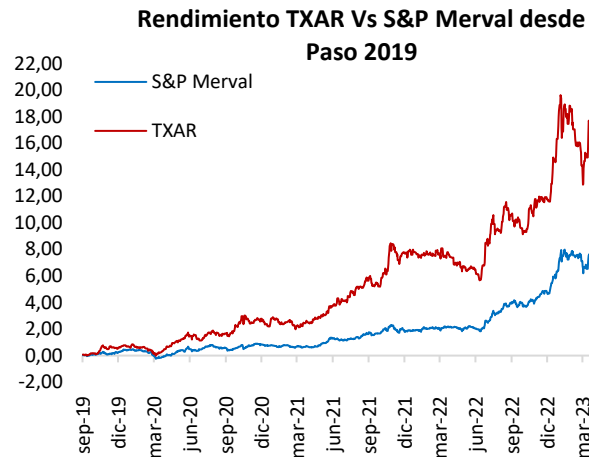
Un dato a destacar es la solidez financiera de la compañía. En 2022, la misma acumuló una liquidez USD 1.303 millones entre efectivo, bancos e instrumentos financieros de corto plazo. Sumado a ello, en los últimos años incrementó dramáticamente la posición de liquidez en dólares hasta un 80% de la caja. De este modo, la estructura patrimonial de la compañía se encuentra extremadamente saludable. En cuanto a solvencia, los activos totales cubren más de 10 veces los pasivos totales y, en cuanto a la liquidez, la caja es de 2.6 veces los pasivos totales de la compañía. La empresa cambió su política de inversión el último año dolarizando fuertemente su posición de caja y equivalentes.

Por último, en 2022 debió pagar dividendos en especie forzado por regulaciones del banco central que establecieron un tope máximo para las compañías de cien mil dólares en tenencias de certificados de depósitos argentinos representativos de acciones extranjeras (Cedears) para poder acceder al MULC. La compañía históricamente tiene una interesante política de dividendos y gracias a los resultados del último año, la empresa ha destinado parte de las ganancias a la conformación de un fondo para futuros pagos de dividendos.

brasileros relacionada con el método de cálculo de ciertos créditos fiscales sobre las ventas.

Renta Variable

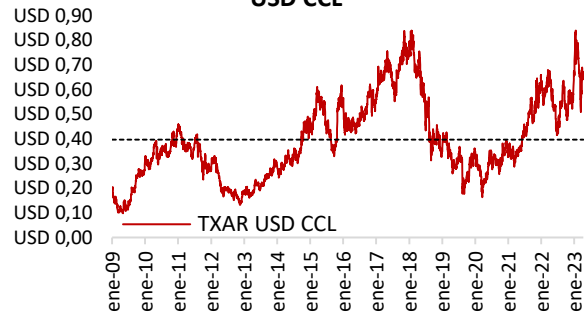
Desde las PASO 2019 hasta la fecha, la acción de Ternium Argentina tuvo un desempeño del 1.740% superando por casi 10 veces en el mismo periodo el rendimiento del Merval. Esta diferencia se acrecienta sobre todo desde finales de 2020 cuando comienzan a mejorar notablemente los indicadores de actividad industrial.



Fuente: Elaboración propia en base a Refinitiv.

Al mismo tiempo, el precio actual ajustado por tipo de cambio CCL se encuentra un 20% por debajo de su precio máximo obtenido en pasado enero, el cual incluso superó el máximo histórico de 2018. A su vez, cabe recordar que el valor de la empresa local al dólar CCL es el 80% del valor de mercado de su participación en Ternium México. Dicho de otra forma, el precio que uno paga en TXAR es el 80% del valor de mercado de su participación en Ternium México, el negocio local tendría valor de tan solo el 20%. Excelente oportunidad para ser accionista de ambas empresas.

Precio histórico de la acción TXAR en USD CCL



Fuente: Elaboración propia en base a Refinitiv.

En la actualidad, la empresa cotiza con un P/E de 12, un P/VL del 108% en línea con compañías comparables. TXAR tiene un EV/EBITDA de 4.2 veces. Dadas las revaluaciones contables, provisiones, cambios contables en las participaciones de compañías asociadas, las diferencias de cambio y el ajuste por inflación, el P/E no es a nuestro juicio un indicador confiable en esta coyuntura para la empresa. Por ello preferimos utilizar el EV/EBITDA para un análisis más certero del estado de situación. Dicho esto, el EV/EBITDA de 4.2 sólo considera el EBITDA de la empresa argentina, y como remarcamos en el párrafo anterior, al adquirir la acción argentina nos estamos posicionando en 0.28 acciones de Ternium México. Con lo cual, para dar dimensión el ratio antes mencionado solo contempla el EBITDA de TXAR que fue de USD 1.029 millones a tipo de cambio oficial, mientras que el EBITDA de TX que fue de USD 3.316 millones.

Compañía	Tiker	Cap (Mill USD)	P/E	P/VL	EV/EBITDA
Ternium Arg SA	TXAR	5.673	12,1	1,1	4,2
Allegheny Tech Inc	ATI	5.019	20,9	4,8	13,9
Carpenter Tech Corp	CRS	2.193	-	1,6	15,3
Worthington Ind Inc	WOR	3.082	13,8	1,9	14,0
Commercial Met Co	CMC	5.584	5,4	1,5	4,0
Ternium Mex SA	TX	8.496	4,7	0,7	2,5
Mediana			12,1	1,5	9,1
Promedio Simple			11,4	1,9	9,0
Prom Pond. S/ Capitalización			2,0		7,8

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Perspectivas

El nivel de actividad de los sectores donde se encuentran los clientes de la compañía mantienen por ahora un nivel saludable. Aun

así, las mencionadas restricciones cambiarias están afectando a toda la cadena de valor sumado a un alto nivel de incertidumbre con respecto a la evolución de las principales variables macroeconómicas en el país, esto podría afectar considerablemente el nivel de actividad económica en el futuro. La potencial devaluación traerá retroceso en la actividad. Por otra parte, los precios de diversos insumos importados utilizados por la industria siderúrgica han mantenido elevados niveles de volatilidad, habiendo ingresado recientemente en un renovado ciclo alcista. En los próximos trimestres, el entorno doméstico no será nada fácil.

Sin embargo, los sólidos balances de la compañía a lo largo de los años han hecho que el papel sea defensivo contra la volatilidad del mercado (Su β con el S&P Merval desde 2014 es de 0.843), sobrellevado con gran capacidad de adaptación los diferentes y complejos escenarios locales e internacionales. De esta manera, consideramos que es una acción donde estar posicionado a la espera de una normalización de las variables de la economía local. La acción permite posicionarse de forma indirecta en otras de nuestras compañías preferidas, Ternium México (TX en NYSE o TXR en BYMA).

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 el 12.3% del portafolio. TXAR es sin duda una acción a tener en la cartera local.

Buen fin de semana.

juan@cucchiara.com.ar

manuel@cucchiara.com.ar

ian@cucchiara.com.ar

tomasmangino@cucchiara.com.ar