

04 de Agosto de 2017

## Siderar

Siderar es el mayor fabricante de acero de la Argentina, elabora y procesa un amplio rango de productos para abastecer a la industria automotriz, alimentaria, maquinaria agrícola, petroquímica, electrodomésticos y línea blanca, además de ser proveedor del sector de la construcción. La empresa está altamente integrada en toda la cadena productiva. Desde la importación de la materia prima, integra todo el proceso hasta la producción de laminados planos (en frío y en caliente), varillas, paneles, tejas metálicas, tubos, etc.

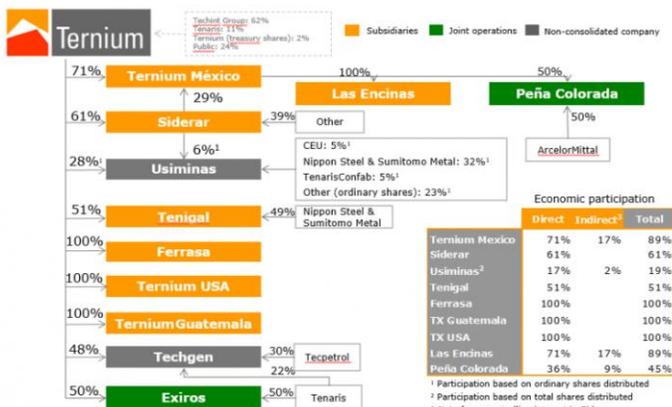
Si bien el *Resumen* lo dedicaremos a la compañía Argentina (Siderar), vale destacar que a nivel regional forma parte de Ternium, fabricante de acero líder en Latinoamérica con subsidiarias en Colombia, Estados Unidos, Guatemala, Brasil y México. El gráfico a continuación muestra la estructura del conglomerado. A su vez, la empresa madre de este conglomerado es el grupo Techint, también dueño de Tenaris.

Siderar es dueña del 6% de Usiminas Brasil y del 29% de Ternium México. Con lo cual, si bien más del 90% de sus despachos tienen como destino el mercado interno, vía estas subsidiarias la empresa tiene una ganancia directa por la suba del tipo de cambio. Para nuestro análisis, tendremos en cuenta las ganancias del ejercicio que le corresponden por sus subsidiarias, pero dejaremos de lado las revaluaciones (contables) de sus activos en el exterior para poder comparar interanualmente (\$985 millones en el primer semestre de año).

La acción de la empresa mostró un muy buen desempeño desde el 2013, el precio se multiplicó casi por 6, lo que equivale a un retorno anual del 54% en pesos, nada despreciable. El primer gráfico muestra también desde 2013 la dinámica de la acción (línea azul) en relación al Merval (línea violeta), como se puede observar, el desempeño fue muy similar. Sin embargo, el segundo gráfico expone la relación sólo para este año, donde se observa un retraso de la acción en relación al Merval. Recién en las últimas ruedas Siderar comenzó a recuperar algo de terreno, luego de publicado el balance. Veamos algunos números.



Fuente: Investing.com



Fuente: Ternium.

La compañía exhibió un resultado acumulado para el primer semestre del año de \$3.112 millones, más del doble en relación al mismo periodo del año anterior. Los resultados operativos prácticamente no variaron, dado que el crecimiento de las ventas estuvo levemente por debajo de la suba de costos y gastos de

administración y comercialización. Los márgenes operativos incluso cayeron desde el 17% en primer semestre del 2016 al 13% en este último semestre. El fuerte incremento en los resultados vino por el lado de sus compañías asociadas (Usiminas y Ternium México), que explicaron prácticamente dos tercios de los resultados netos de Siderar.

Sin embargo, enfocándonos en el segundo trimestre, los números muestran una clara mejoría. Los resultados operativos crecieron un 60%, gracias a que el incremento de las ventas superó el aumento en los gastos de comercialización y administración. Los despachos totales superaron las 600.000 toneladas en el trimestre, fundamentalmente por el incremento en la demanda en el mercado interno.

	Periodo de tres meses finalizado el 30 de junio de 2017		Periodo de seis meses finalizado el 30 de junio de 2017	
	2017	2016	2017	2016
<b>RESULTADOS CONSOLIDADOS</b>				
Ingresos por ventas netos	8.831.257	6.485.424	16.813.228	13.166.020
Costo de ventas	(6.820.858)	(4.926.090)	(12.758.473)	(9.243.119)
<b>Ganancia bruta</b>	<b>2.010.399</b>	<b>1.559.334</b>	<b>4.054.755</b>	<b>3.922.901</b>
Gastos de comercialización	(312.118)	(365.313)	(711.233)	(698.810)
Gastos de administración	(605.564)	(487.949)	(1.158.289)	(917.929)
Otros ingresos (egresos) operativos netos	20.823	(10.405)	21.455	(13.092)
<b>Resultado operativo</b>	<b>1.113.540</b>	<b>695.667</b>	<b>2.206.688</b>	<b>2.293.070</b>
Ingresos financieros	26.331	30.677	48.699	62.918
Costos financieros	(270.488)	(249.876)	(518.700)	(335.427)
Otros ingresos (egresos) financieros netos	(526.108)	(9.159)	(168.658)	(86.288)
<b>Ganancia antes de los resultados de inversiones en y del impuesto a las ganancias</b>	<b>343.275</b>	<b>467.309</b>	<b>1.568.029</b>	<b>1.934.273</b>
Ganancia de inversiones en compañías asociadas	1.047.532	498.327	2.001.743	173.630
<b>Resultado antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>1.390.807</b>	<b>965.636</b>	<b>3.569.772</b>	<b>2.107.903</b>
Impuesto a las ganancias	(135.700)	(153.640)	(457.214)	(655.728)
<b>Ganancia del periodo</b>	<b>1.255.107</b>	<b>811.996</b>	<b>3.112.558</b>	<b>1.452.175</b>

Miles de toneladas	Despachos totales	
	2T 2017	2T 2016
Laminados en caliente	251,8	199,1
Laminados en frío	141,7	137,3
Revestidos y otros	199,5	217,0
Semielaborados	7,3	9,3
<b>Total</b>	<b>600,2</b>	<b>562,7</b>

Fuente: Balance Contable.

Como mencionamos, más del 90% de las ventas de la empresa están destinadas al mercado doméstico, con lo cual, la coyuntura es un gran desafío para la empresa y para la siderúrgica en general dado su carácter procíclico. La construcción arrancó a toda marcha el año y muestra un muy buen desempeño, acumulando un crecimiento del 7% en lo que va del año (ISAC INDEC), dato esperanzador para la compañía. Sin

embargo, el sector industrial muestra un comportamiento dispar, y como exponen los datos a continuación, recién hace unos meses parece haber encontrado el piso. Con lo cual, dado que en su conjunto las diferentes ramas industriales son el principal cliente de la empresa, el desempeño de los próximos meses estará ligado al sector industrial. Los recientes datos parecen que lo peor ha quedado atrás. A esto debemos sumarle que la empresa atravesó de buena forma el ciclo recesivo, dado su poder de mercado y las bajas erogaciones financieras. El buen balance del último trimestre muestra la incipiente mejora en la demanda del sector industrial.

## ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI-OJF)

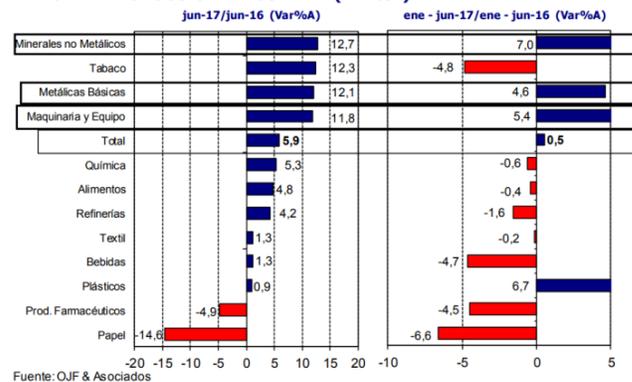
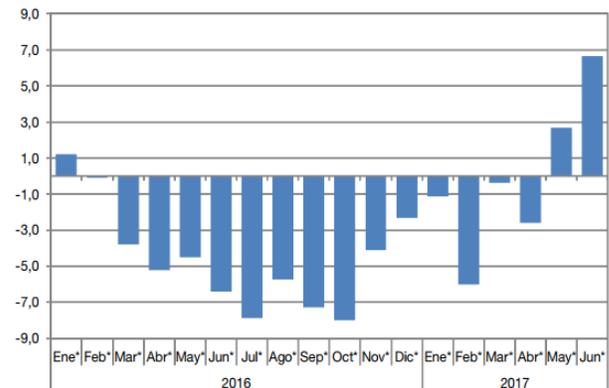


Gráfico 1. EMI. Variaciones porcentuales respecto a igual mes del año anterior



Un dato a destacar es la solidez financiera de la compañía. El Ebitda representa 5 veces la carga de intereses, evidenciando las reducidas erogaciones financieras en relación a su flujo de fondos. Por otro lado, la deuda financiera apenas alcanza 1,7 veces el Ebitda y menos del 30% del Patrimonio Neto, lo que marca los bajos niveles de deuda tanto en relación al capital como al flujo del negocio. Estos reducidos ratios de

endeudamiento permiten que la empresa pueda sobrellevar sin turbulencias contextos macroeconómicos con menores niveles de demanda.

Resumiendo, todo parece indicar que lo peor del contexto económico ha quedado atrás, y el panorama para los sectores demandantes es más optimistas. Sin embargo, dados los problemas estructurales de la industria argentina, seguramente la recuperación en promedio será bastante lenta. Un incremento en las ventas seguramente le permitirá trabajar con mayor uso de su capacidad instalada y mejorar los márgenes. El fuerte liderazgo de mercado de la empresa, las inversiones en modernización realizadas en el último tiempo y su bajo endeudamiento son quizás los factores más interesantes para posicionarse en la compañía. Otro dato importante, es que si bien la empresa exporta un porcentaje bajo de sus despachos, su participación en Ternium México y Usiminas Brasil le permite beneficiarse de la suba del tipo de cambio. Detallados los datos del balance y el contexto macro, los bajos ratios de valuación (Price/Earning: 9.5 y Precio/Valor Libro: 160%) brindan un buen atractivo para incluir a Siderar en nuestra cartera de acciones a mediano plazo. Aún con un contexto mejorando lentamente, estos bajos ratios de valuación, y consecuentemente el precio de la acción, tienen espacio para crecer.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
Economista Jefe