

Sector de materiales básicos (ALUA, TXAR)

** Por Leonardo Román Guidi*

Analizar empresas cuyo negocio consiste en extraer o procesar materias primas para producir productos intermedios implica analizar no solo la empresa propiamente dicha sino que además sería conveniente realizar un análisis enfocado a la evolución del precio de la materia prima que producen/procesan durante el último año pero además, por el hecho de vivir en un país como Argentina, que tiene una alta volatilidad, tanto en su ciclo económico como en su mercado de cambios, debemos complementar estos análisis con otro acerca de la evolución del tipo de cambio para el próximo año a causa de que este influye fuertemente en el resultado de los balances de estas empresas.

Debido a que estas empresas son productoras de commodities y estos se mueven en ciclos, luego de analizar la situación puntual de cada empresa en particular debemos detectar en qué parte del ciclo de los commodities nos encontramos para así no cometer el error de invertir justo en la etapa descendente del mismo.

Tengamos en cuenta lo siguiente: las economías de los países y los precios de los commodities se mueven en ciclos y por lo tanto, al valuar un negocio productor de commodities no podemos cometer el error de proyectar los precios actuales de dichos commodities como si fueran a mantenerse en esa misma tendencia de manera indeterminada ya que la historia nos dice que, si hacemos eso, vamos a cometer serios errores que pueden llegar a costarnos mucho dinero debido a que, sin importar lo madura que sea una empresa de este tipo, sus ganancias y sus cash-flow serán muy variables por el hecho de que se verán fuertemente afectadas por la etapa del ciclo, tanto económico como de commodities, en la que nos encontremos.

Sabiendo que es imposible poder predecir en qué momento el ciclo de los commodities entrará en una nueva etapa (pasando de alcista a bajista o viceversa) es que no tiene sentido que perdamos el tiempo intentando adivinar el futuro sino más bien, conviene que analicemos principalmente cómo se estuvieron moviendo los costos, los márgenes y el financiamiento de cada empresa en particular a lo largo de los últimos años para invertir solo en aquellas cuyas ganancias mantienen cierta estabilidad, independientemente del momento del ciclo de commodities en el que nos encontremos.

Veamos a continuación los ratios de valuación:

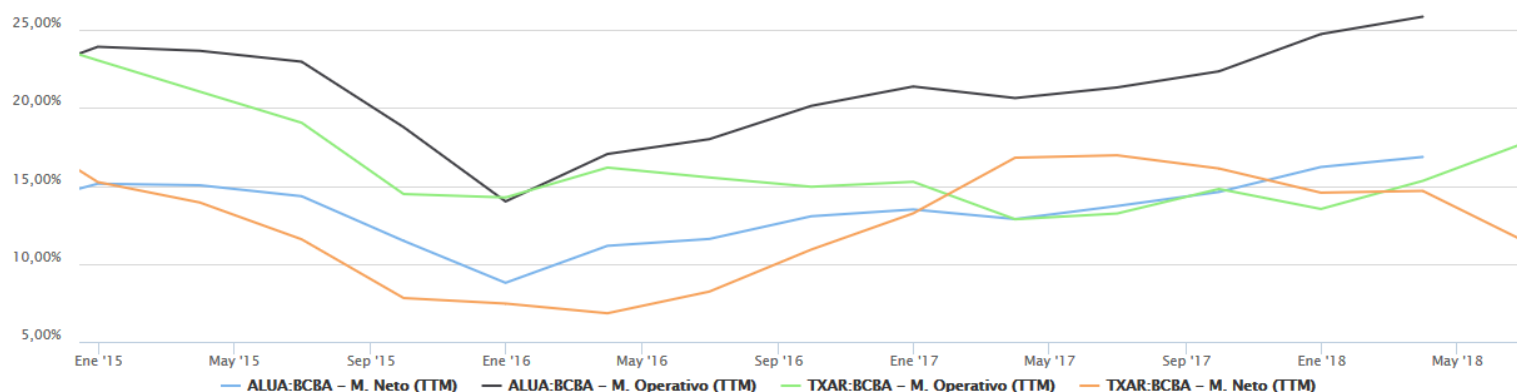
	ALUA	TXAR	Promedio	Mediana	Std Dev
Return on Capital (ROC)	75,46%	15,52%	45,49%	45,49%	42,39%
Earnings Yield (basado en EBIT)	10,64%	10,31%	10,47%	10,47%	0,23%
Price-to-sales Ratio (P/S)	2,53	1,54	2,03	2,03	0,699
Price-to-Earnings Ratio (P/E)	15,51	13,39	14,45	14,45	1,499
Earnings Yield (E/P Ratio)	6,45%	7,47%	6,96%	6,96%	0,72%
Price-to-Book Value Ratio (P/BV)	7,28	1,44	4,36	4,36	4,134
Price-to-Free Cash Flow (P/FCF)	-	-	-	-	-
EV/EBIT	9,40	9,70	9,55	9,55	0,208
Current Ratio (Activo Cte/Pvo Cte)	1,18	1,31	1,25	1,25	0,090
ROE (Resultado Neto / PN)	43,64%	13,38%	0,29	28,51%	0,214
ROIC (NOPAT / Invested Capital)	69,13%	32,83%	50,98%	50,98%	25,67%
Deuda/EBITDA	0,83	1,01	0,92	0,92	0,129

Luces Verdes:

- Hablando en términos relativos, tanto ALUAR como TXAR están teniendo un buen año si es que las comparamos con el índice Merval, lo cual no sólo es consecuencia de la impresionante suba que tuvo el dólar a lo largo del año y que, como sabemos, las beneficia mucho, sino además porque ambas empresas que han venido mejorando mucho sus ratios eficiencia durante el último año y mantuvieron ratios de endeudamiento muy bajos, lo cual es crucial en momentos como estos en los cuales el tipo de cambio se dispara y genera un daño muy importante en los balances de aquellas empresas que se encuentran muy endeudadas en moneda extranjera.
- El ratio EV/EBIT, que posiblemente sea el ratio más importante que debemos mirar a la hora de invertir (según mi opinión), nos está diciendo que ambas empresas valen menos de 10 años de sus ganancias operativas y este número, a pesar de no ser tan bueno como lo era hace dos meses atrás, continúa siendo excelente y nos invita a invertir en ellas debido a que nos está dejando muy claro, con números y no con palabras, que estas empresas están baratas si calculamos el tamaño de la compañía en su conjunto, tomando capital, deuda y efectivo y lo medimos en respecto a las ganancias que la misma obtiene a través de su negocio. A la hora de valorar una empresa, las ganancias operativas de la misma son mucho más importantes que su resultado neto (el llamado 'Bottom line') debido a que, en un país como el nuestro, en el que el tipo de cambio puede moverse mucho en muy poco tiempo, una empresa podría verse muy beneficiada o muy perjudicada por la variación del dólar si es que tiene inversiones en esa moneda (en el primer caso) o está muy endeudada en dólares (en el segundo caso) lo cual quedará reflejado en el balance y hará que el balance traiga un resultado neto muy positivo o muy negativo, según cada caso, pero que aun así, no reflejará en absoluto la realidad del verdadero negocio de la empresa sino que reflejará los efectos que la variación del tipo de cambio tuvo en la situación financiera de la compañía y la realidad es que, no nos engañemos,

esto fue principalmente producto del azar y no de un gran desempeño del negocio de la empresa propiamente dicho (obviamente estoy excluyendo de este análisis a los bancos y a las compañías de seguros). En resumen, el resultado operativo de estas empresas se ha disparado al alza durante los últimos dos años pero sin hacer mella en los márgenes de rentabilidad, sobre todo en el caso de ALUAR como veremos a continuación.

- Mirar los márgenes de rentabilidad de una empresa es un factor muy importante a la hora de decidir si nos conviene invertir en ella o no ya que, como inversionistas que somos, lo que pretendemos es que la empresa mejore su productividad y se vuelva más eficiente, ganando más dinero a la vez que utiliza sus recursos de la mejor manera posible, por decirlo de alguna manera. Ahora bien, a la hora de medirlas, productividad y eficiencia pueden resultarnos conceptos un poco ambiguos por lo que conllevan el riesgo de que cometamos errores pero, afortunadamente, tenemos a nuestra disposición los ratios que miden los márgenes de rentabilidad y que son una excelente herramienta para determinar si la empresa está haciendo las cosas cada vez mejor, si su productividad se ha estancado o si, en el peor de los casos, su productividad está disminuyendo. En el gráfico que vemos a continuación podemos confirmar que ALUAR es una excelente empresa, que al igual que TXAR vieron caer mucho su rentabilidad a principios de 2016 pero que, a partir de ese momento, ha venido recuperando rentabilidad, balance tras balance, de tal manera que hoy la encontramos incluso en niveles superiores a los de 2016, algo que no sucede en el caso de TXAR que parece haberse estancado y le está costando volver a alcanzar márgenes operativos superiores al 20%. Como comentario más adelante en la sección de “ventajas competitivas”, los márgenes operativos de estas empresas son números muy importantes que debemos mirar en cada balance porque, siendo ambas empresas que trabajan con commodities, la única manera que tienen para diferenciarse del resto y brindarles una mayor free cash flow a sus accionistas es a través de la baja de sus costos ya que, como su producto no se diferencia del producto de la competencia, el mercado no le permite cobrar más por él.



- El P/S ratio TXAR es muy bueno, sobre todo si lo medimos en términos históricos ya que su valor actual, que es menor al que tuvo durante todo 2017, nos dice que la empresa está muy barata en relación a sus ventas y que lo estará incluso más si es que en el futuro cercano logra mejorar sus márgenes operativos. El caso de ALUAR es interesante debido a que su P/S está en valores máximos de los últimos dos años, lo cual estaría dejando en evidencia que la empresa está un poco cara, contrastando a la vez con el ratio EV/EBIT que decía que estaba barata pero si miramos el balance con un poco más de detalle, y confirmamos que efectivamente las ventas de esta empresa vienen aumentando al igual que sus márgenes, lo que podríamos concluir es

que este alto P/S se debe principalmente a lo mucho que ha subido el precio de ALUAR durante este año (en relación a otras acciones) pero que, aun así, eso no significa que la acción ya esté cara y que por lo tanto, sea conveniente venderla ya que, mientras el tipo de cambio real de Argentina continúe siendo competitivo y la demanda mundial de aluminio continúe estable o crezca, no tenemos razones para pensar que el aumento en el precio de la acción de ALUAR no será a su vez respaldado por mayores ventas y ganancias en el balance (lo cual sí sería un motivo para venderla).

- El crecimiento de la economía global para 2019 está estimado en un 3% y aunque los analistas más destacados por tener un excelente 'track record', como por ejemplo Ray Dalio (<https://youtu.be/Nm0m62reFuY>), advierten que en 2020 EEUU puede enfrentar una nueva crisis de endeudamiento, ninguno de ellos anticipa una recesión mundial para 2019 así que, partiendo de esas estimaciones es que también podemos deducir que si el ciclo económico mundial continúa siendo expansivo, la demanda de commodities se mantendrá firme y que, por lo tanto, ALUAR y TXAR difícilmente tendrán problemas para mantener e incluso incrementar sus ventas durante el próximo año.
- Tanto el ROE como el ROIC de ALUAR están mostrando excelentes números aunque no es así en el caso de TXAR que a mi juicio, podría tener números ser mejores, aunque la verdad es que dicha diferencia en estos ratios no sorprende debido a que el ROIC mide bastante bien la eficiencia con la cual una empresa está utilizando sus recursos (activos fijos + capital de trabajo - cash) para generar sus ganancias operativas y como vimos anteriormente, últimamente ALUAR lo viene haciendo mucho mejor que TXAR.
- Ambas empresas tienen ratios de endeudamiento muy bajos y en un contexto de volatilidad cambiaria como este eso es algo más que bienvenido ya que le quita mucha volatilidad a los resultados netos del balance y nos permite a nosotros estar mucho más tranquilos con nuestra inversión. Los más conocidos analistas dicen que un ratio de deuda/EBITDA menor a 2 indica una empresa saludable en términos financieros y siendo este el caso de ALUAR y TXAR, podemos quedarnos tranquilos.

Luces Amarillas:

- Aunque afortunadamente el gobierno de EEUU dejó a las empresas argentinas afuera de los aranceles aplicados al acero y al aluminio, en el plano local estas empresas fueron alcanzadas por las retenciones que el gobierno impuso sobre todos los productos que se exporten pero me parece que, gracias a un dólar que subió más de un 100% en el año, resultará muy difícil que las retenciones impuestas por el gobierno disminuyan de manera significativa el aumento de la rentabilidad en pesos con el que fueron beneficiadas estas empresas y que seguramente se mantendrá durante los próximos meses.
- El contexto político-económico de nuestro país es bastante malo y se mantendrá así durante varios meses más. Este contexto de estanflación e incertidumbre genera, más que nada, un aumento significativo de la volatilidad en el precio de las acciones y por lo tanto, si uno no está emocionalmente preparado para soportar la volatilidad de las acciones, nunca, repito, nunca debería invertir en ellas porque, en caso de hacerlo, es muy probable que haga cosas estúpidas cuando el precio de sus acciones caiga (como por ejemplo, venderlas sólo por el hecho de que el precio cayó). En base a eso, y sabiendo que las acciones argentinas se mantendrán volátiles

durante varios meses más, sin importar si las mismas tienen buenos fundamentos o no, es que, a la hora de invertir en ellas en un contexto como este siempre debemos estar pensando en una inversión mayor a un año porque, aunque es verdad que los precios de ALUAR, TXAR y de muchas otras acciones del mercado argentino han quedado muy baratas, también es cierto que no tenemos idea de cuándo la situación económica de nuestro país mejorará, más allá de los pronósticos que hagan los políticos.

Ventajas Competitivas

Por definición, las empresas que producen materiales básicos o algún tipo de derivado/aleación de los mismos, no se encuentran en una industria que les provea de importantes ventajas competitivas debido a que los productos que comercializan no son diferentes a los de la competencia y los precios de los mismos se negocian en mercados internacionales regidos por libre oferta y demanda, con lo cual, estas empresas tienen muy poco control sobre los mismos y simplemente terminan siendo “aceptadoras” de precios en lugar de “formadoras” de los mismos ya que, habiendo tantos compradores y vendedores a nivel mundial, no hay en el mercado un actor lo suficientemente grande como para influir significativamente a largo plazo en el precio del bien transado.

Teniendo en cuenta esa dinámica, la única alternativa que le queda a este tipo de empresas para construir una ventaja competitiva que beneficie a los accionistas a largo plazo es que encuentre la manera de producir lo que sea que produce a un costo menor que el de sus competidores; es decir, que al analizar este tipo de empresas tenemos que pensar “al revés” de como pensamos, por ejemplo, al analizar empresas cuya ventaja competitiva consiste en construir una marca exitosa ya que, estas últimas, aumentan sus márgenes de rentabilidad gracias a que cobran más dinero por un producto muy similar al de la competencia, lo cual les resulta posible por el hecho de que el cliente está dispuesto a pagar más por un producto que sea específicamente de esa marca (pensemos, por ejemplo, en Apple o Starbucks) pero en el caso de las empresas que producen materiales básicos, como ALUA y TXAR, lo que más nos va a importar a la hora de analizarlas es ver cómo se están moviendo sus costos y sus márgenes, esperando comprobar que el management se encuentra haciendo el mayor esfuerzo posible para disminuir los primeros y aumentar los segundos ya que son sus costos (y como consecuencia de estos, sus márgenes) lo único sobre lo que estas empresas tienen algún tipo de control debido a que las otras dos variables que influyen fuertemente en su rentabilidad, a saber, el precio del dólar y el precio del material que producen, se encuentran absolutamente fuera del ámbito de control de las mismas.

Explotar yacimientos de mucho volumen, tener bajos costos de extracción (muy importantes, por ejemplo, en empresas petroleras) y utilizar métodos de extracción altamente eficientes son las formas más usuales en las que este tipo de empresas generan ventajas competitivas en relación a sus empresas rivales pero de todas maneras, a lo más que pueden aspirar las mismas es a tener una ventaja competitiva relativamente pequeña ya que, por la propia naturaleza del sector, desde hace

décadas que no existe en el mismo una empresa dominante que pueda cobrar más caro por un producto equivalente al de sus competidores a causa de que, como los productos que se comercializan pertenecen a etapas muy alejadas del consumo, les resulta muy difícil a los productores lograr diferenciarlos de los productos de la competencia y por lo tanto, el cliente no tiene razones para pagar más por ellos, como sí ocurre con los productos dirigidos directamente al consumidor final (como por ejemplo, un automóvil que fue producido, entre otras cosas, con acero y aluminio proveniente de este tipo de empresas).

La mayor ventaja que tienen las empresas de este sector (ALUA y TXAR en este caso) en relación a aquellas que producen algo dirigido directamente al consumidor final (como puede ser MIRG) es que los cambios en el ciclo económico “son mucho más suaves” en las primeras que en la segunda.

Me explico: Cuando el ciclo económico es expansivo, lo que más nos conviene hacer es invertir en empresas cuyos productos o servicios se encuentren muy cerca del consumidor final ya que cuando la economía crece, el consumo aumenta y estas empresas ven que sus ventas se disparan y sus ganancias desbordan, lo cual a su vez, genera empleo en dichos sectores y retroalimenta el círculo virtuoso de una economía que crece de manera orgánica, es decir, por inversión; pero cuando el ciclo económico se torna recesivo, lo primero que hacen las personas es dejar de consumir todo aquello que consideran superfluo y ya se imaginarán lo que les pasa a las ventas, las ganancias y las acciones de las empresas más ligadas al consumo de productos terminados: se desploman de manera muy notoria.

Todo el ciclo anterior ocurre de una manera más “suavizada” en aquellas empresas que pertenecen a un sector “alejado” del consumidor final debido a que sus productos pueden tardar años en transformarse en algo que termine siendo parte de un producto final. Evidentemente, la demanda de los productos de estas empresas aumenta cuando los ciclos son expansivos y disminuye cuando el ciclo económico se torna recesivo pero, como todos sabemos que luego de una recesión económica viene nuevamente una expansión y los productos que venden estas empresas pueden retenerse en stock durante un largo tiempo hasta que el ciclo económico se torne nuevamente favorable es que la demanda de los clientes de empresas como estas no es tan volátil ante los movimientos en los ciclos económicos como sí lo es la demanda de los clientes de las empresas que venden productos directamente al consumidor final.

En el caso de MIRG, por seguir con el ejemplo, esta empresa no puede darse el lujo de mantener un producto en stock durante un año debido a que la tecnología del mismo se vuelve obsoleta muy rápidamente, las preferencias de los consumidores cambian más rápidamente aún y para colmo, estos son bastante sensibles a los precios, lo cual la obliga, en determinados momentos, a disminuir sus márgenes de rentabilidad a cambio de quitarse de encima el stock sobrante que, de otra manera, correría incluso el riesgo transformarse en una pérdida permanente por el hecho de que jamás se venda.

Otra razón que provoca que empresas como ALUAR y TXAR tengan un ciclo económico más suave que las demás es que, como sus productos están muy alejados del consumidor final, pueden ser demandados por varios tipos de clientes, los cuales incluso pueden ser muy diferentes entre sí. Por poner un ejemplo: el aluminio que ALUA produce hoy puede terminar, dentro de unos años, formando parte de un auto, un celular o un edificio, gracias a lo cual ALUA podría darse el lujo de tener de clientes tanto a una empresa automotriz, como a una constructora o una fabricante de celulares y de esta manera, si el sector de uno de sus clientes se encuentra en recesión pero el de los demás no, es posible que la caída en las ventas de ALUA no sea tan grande o que incluso sea compensada por un



aumento en las ventas a otro cliente gracias a que sus productos se venden a empresas que se desenvuelven en diferentes sectores de la economía y puede que no todos ellos la estén pasando mal al mismo tiempo.

Si bien es cierto que la “suavidad” del ciclo económico de estas empresas no es una ventaja competitiva en sí misma, sí es una ventaja que tiene el sector, en su conjunto, con respecto a los demás sectores a los que pertenecen las otras empresas cotizantes e incluso considero que es la principal razón por la cual, al estar transitando un año recesivo y al vislumbrarse también un año recesivo para 2019, sería muy bueno para nuestras carteras que tengamos una parte invertida en alguna de estas empresas.

(Antes de finalizar, necesito hacer una aclaración: en los párrafos anteriores utilicé a MIRG como ejemplo negativo al hablar de cómo los ciclos económicos afectan a las empresas pero quiero dejar en claro que la utilicé sólo a modo de ejemplo ya que, de hecho, MIRG es una empresa que tengo en cartera y a la cual considero como una excelente alternativa de inversión a largo plazo).

Este informe ha sido preparado por el personal de Grupo Carey S.A. y en él se vierten opiniones personales. El objeto del mismo es brindar información y de ningún modo debe ser considerado como una oferta, o recomendación para la compra, venta o seguimiento de una estrategia determinada respecto de títulos valores u otros instrumentos financieros. Grupo Carey S.A. no garantiza que la información contenida en el presente sea correcta, completa o actualizada ya que la mayor parte de ella es provista por terceros sobre los cuales no existe un control por parte de Grupo Carey S.A. La información vertida en el presente informe puede ser modificada sin que sea necesario ningún tipo de notificación previa ni aviso al respecto. Para evaluar la conveniencia de las inversiones a las que puede hacer referencia el presente informe, el lector deberá realizar un análisis personal siendo además recomendable el asesoramiento por parte de personal calificado respecto de su situación específica. Grupo Carey S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, directa o indirecta, por los daños producidos por el uso del presente informe.