

INFORME DE MERCADOS...

Paula Premrou
DIRECTORA DE PORTFOLIO PERSONAL
ppremrou@portfoliopersonal.com

Sabrina Corujo
JEFA DE RESEARCH
scorujo@portfoliopersonal.com

Florencia Mosteirín
ANALISTA
fmosteirin@portfoliopersonal.com

Humberto Sola
ANALISTA
hsola@portfoliopersonal.com

UNA MIRADA SOBRE LOS SECTORES INDUSTRIALES DE PESO DEL Merval

30 DE SEPTIEMBRE

Como semanas atrás pasó con los bancos, los balances de empresas emblemáticas locales del sector petrolero y siderúrgico (TS, APBR, PESA, ALUA, ERAR) merecen un análisis aparte que dividiremos en dos grupos con diferentes comportamiento, pero con desafíos comunes: consolidar la recuperación que hasta ahora venían mostrando luego de la crisis, y lógicamente seguir mejorando los resultados de manera de poder volcarlo positivamente -aunque sea a un ritmo más gradual - a sus márgenes.

En la línea operativa claramente debemos medir el desempeño de las ventas y contraponerlo a la presión que sigue presente por el lado de los costos. En el primero entendemos que deberían observarse buenos niveles en los próximos trimestres. En el caso de las petroleras, aún con un precio del crudo punta a punta volátil, debería continuar la recuperación por el lado de una mayor demanda en algunas regiones. Mientras que en el caso de ALUAR la suba en el commodity base durante el período debería ser un factor positivo, a la vez que en Siderar se tendría que ver un escenario similar. Recordemos, de hecho, la fortaleza que esta mostrando la producción de acero. El tema, como dijimos y vemos en el análisis detallado, debe estar en "manejar" los costos. Incluso esta debilidad es la que se observa en el ratio costo/ventas.

Ahora bien, con respecto a la evolución de mercado de estos papeles el gusto para el inversor ha sido más bien amargo en comparación, por ejemplo, al del 2009. De hecho, llama la atención, que dentro del grupo bajo análisis TS y APBR acumulen bajas del 6.5% y 20.9%, respectivamente. Ambas no ligadas claramente al riesgo local sino externo. O bien que en las otras el resultado acumulado sea más bien magro, y no mayor al 15%.

No obstante, y más allá de los que son los fundamentals o las perspectivas a mediano plazo para cada una de estas empresas con sus diferentes proyectos de inversión, es relevante destacar que en términos de múltiplos empresas como APBR y ERAR en especial se presentan hoy como "baratas" cuando se analiza los comparables de la región.

En conclusión, creemos que bajo una visión de mediano plazo el atractivo por estas compañías debería continuar. Si bien estaremos monitoreando la temporada próxima (noviembre), y de corto la presión en algunos papeles puede seguir (por ejemplo, en APBR la vulnerabilidad de cara a las elecciones o terminar de digerir la ampliación realizada), seguimos recomendando el posicionamiento en compañías como TS, APBR y ERAR en un horizonte como el mencionado.



UN ANALISIS SOBRE LAS ACCIONES SIDERURGICAS Y PETROLERAS

Hace algunas semanas, dedicábamos un análisis de las principales acciones del sector bancario dado el lugar de privilegio que fueron gestando en el mercado local. En esta ocasión, en cambio, dedicamos la exclusividad al sector industrial que si bien no ha gozado hasta ahora de los rendimientos excepcionales del rubro financiero, merece su propio enfoque. Para facilitar el análisis, dividimos las cinco acciones bajo estudio en dos grupos: el de petroleras, integrado por Tenaris (TS), Petrobrás Brasil (APBR) y Petrobrás Energía (PESA); y un segundo conjunto integrado por los dos papeles más representativos de la industria del acero y el aluminio, Siderar (ERAR) y Aluar (ALUA).

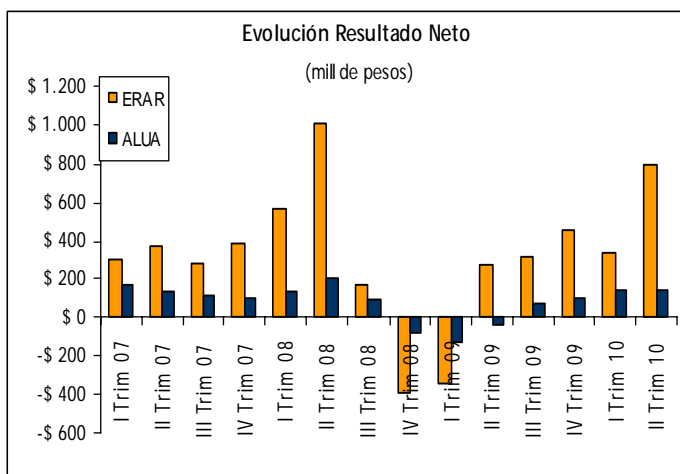
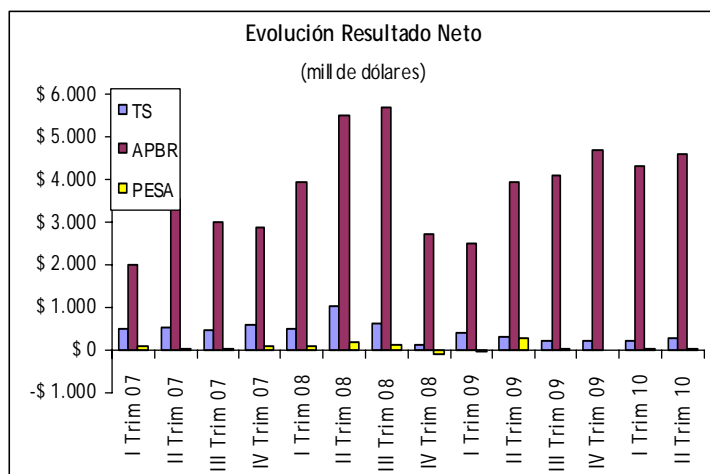
Los principales puntos del análisis serán los mismos comenzando por un repaso de los últimos resultados presentados (II Trim 2010) con el fin de conocer las principales debilidades y fortalezas a las que se enfrentan cada una de las empresas, y luego centrarnos en la evolución de mercado de los últimos años y concluir con las perspectivas a mediano plazo.

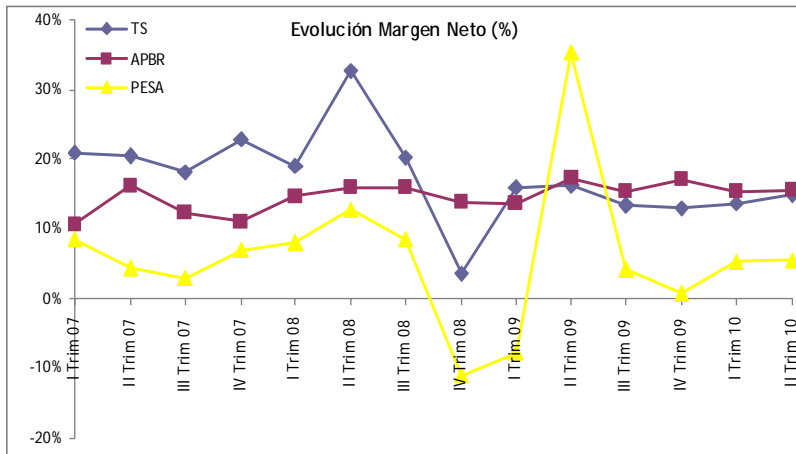
El análisis de los balances

Una mirada general sobre los balances del segundo trimestre de las cinco empresas bajo análisis permite inferir que los resultados del período se ubicaron dentro de lo esperado. En ningún caso hubo grandes sorpresas y, en consecuencia, ni desmedidas reacciones de mercado.

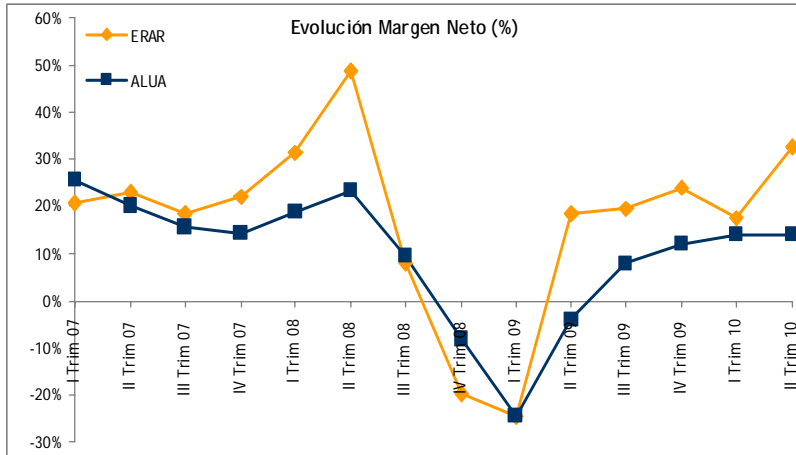
En cuanto a las ganancias netas todas pudieron superar las obtenidas en el trimestre anterior, aunque lógicamente no todas lo hicieron en igual magnitud, como tampoco explican sus resultados por los mismos conceptos. Por ejemplo, en términos trimestrales, las petroleras mejoraron su resultado en un 17% en promedio, mientras que ERAR reflejó una variación del 138% y la línea final de ALUA creció sólo levemente en torno al 4%.

Ahora bien, en la comparación interanual esta tendencia no fue tan generalizada. Por un lado dentro del grupo de las petroleras, TS y PESA presentaron una variación negativa, mientras que APBR logró reflejar una mínima mejora (inferior, igual, al 2%). Por otro, entre las siderúrgicas, ERAR mostró un crecimiento cercano al 200% y ALUA logró revertir las pérdidas reportadas hace un año atrás.





Por otro lado, analizando la evolución del margen neto desde principios de 2007 podemos concluir que APBR fue la única empresa del grupo de las petroleras que logró superarlo desde ese entonces. El resto, en cambio, presentó una mayor volatilidad en su evolución. Recién, de hecho, en los últimos cuatro trimestres se ganó cierta estabilidad en los mismos. No obstante, a diferentes niveles: APBR-TS en el orden del 14% y 15%, y PESA entre el 3% y 6%.



En tanto, respecto a ERAR y ALUA, el comportamiento de los márgenes puede dividirse en tres momentos. El primero que comprende 2007 y el primer semestre de 2008, donde un contexto benigno para con estas compañías permitía mostrar ratios sólidos y en alza. Un segundo momento, de entre fines de 2008 y principios de 2009, donde la coyuntura que se vivía llevó a mostrar pérdidas en sus resultados. Mientras que el último se relaciona a la recuperación sostenida en las ganancias de los últimos trimestres

y, en consecuencia, de los márgenes. ERAR, sin ir más lejos, reflejó márgenes netos del orden del 30% (arriba de los de principios de 2007) tal como se observa en el gráfico adjunto.

En tanto, si nos referimos a la evolución de las ventas, las cinco empresas registraron alzas en comparación trimestral, gracias a un aumento tanto de las cantidades como de los precios, en línea con la recuperación esperada. Para el grupo de las petroleras, el volumen de ventas creció un 19% en promedio en el trimestre, aunque en el paralelo interanual TS fue la única compañía del grupo que evidenció una caída.

Por su parte, ERAR y ALUA aumentaron sus ventas en un 5.3% y 22% en promedio según se analice la comparación trimestral e interanual, respectivamente. Y en este tema, justamente, es interesante considerar la composición de las mismas por mercado externo o interno. De hecho, la posibilidad de rotar ventas entre ambas demandas acomodándose a las debilidades de cada contexto, ha sido siempre un buen punto para las empresas del sector.

Por ejemplo, en el caso de ERAR, en el segundo trimestre de 2010 el 85% de los despachos fueron al mercado doméstico, cuando hace tan solo un año atrás ese porcentaje se ubicaba en un 51%. Otro caso ilustrativo es el de ALUA, que cerró su ejercicio 2009/2010 en junio pasado, aunque las composiciones de esta última variaron en el sentido opuesto. Durante el último ejercicio las ventas en el mercado interno



representaron un 24.3%, descendiendo desde el 39.5% registrado en el ejercicio 2008/2009. En tanto, las exportaciones totalizaron un 75.7% del total y crecieron poco más de 15 puntos porcentuales desde el 60.5% del ejercicio anterior.

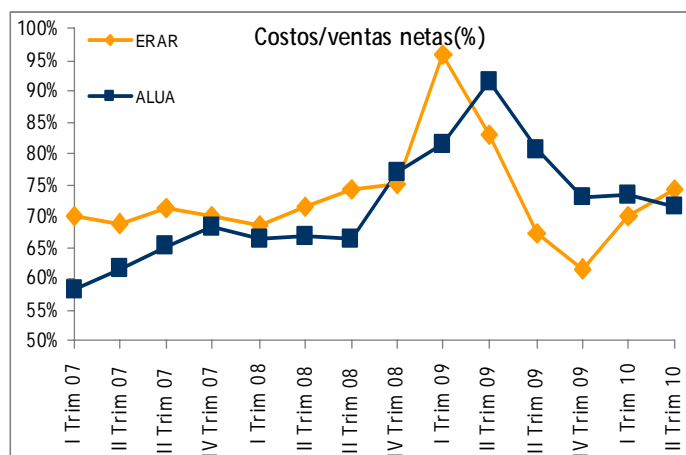
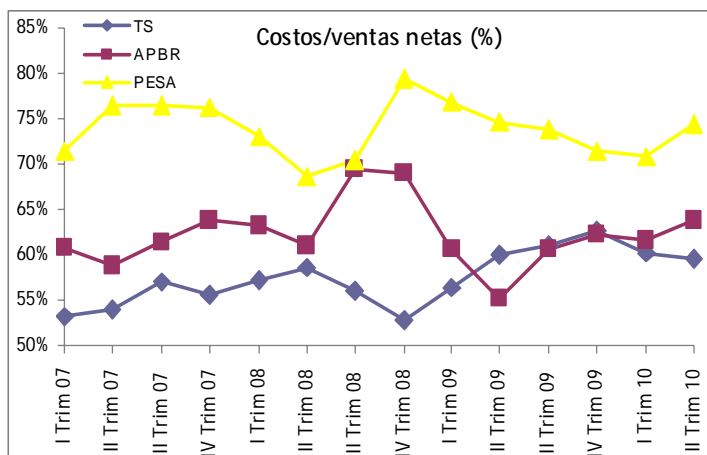
Ahora bien, más allá del comportamiento de las ventas, otro de los puntos que hay que seguir con atención en la lectura de los balances es la presión ejercida por los costos que termina muchas veces opacando el resultado operativo. Sin ir más lejos, el incremento en los mismos, fue uno de los factores en común de la mayoría de las empresas explicado básicamente por el aumento del precio de las materias primas, como por el alza en gastos administrativos (costos laborales y de servicios).

De esta forma, el ratio costos de ventas/ingresos por ventas para las acciones petroleras se ubicó en el último trimestre en un nivel promedio del 66%, mientras que para las siderúrgicas fue del 73%. Pero lo más relevante es que, en ambos sectores bajo análisis, estos superan a los observados en promedio para el año 2007 que fue del 64% para el primero y del 67% para el segundo.

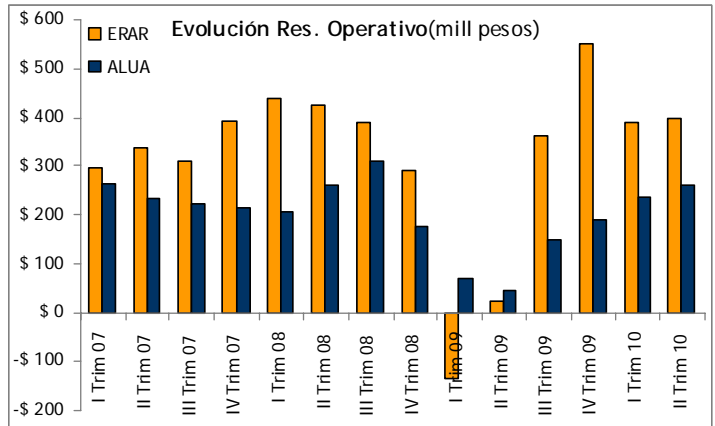
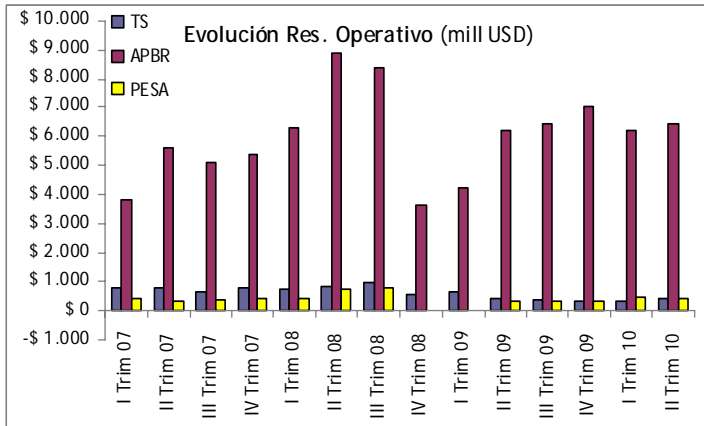
Y así llegamos al resultado operativo, dentro del grupo petrolero, TS fue la empresa con mejor performance en esta línea si hacemos una comparación trimestral. De hecho, en el II T, la compañía del grupo Techint logró compensar el aumento de los costos con las ventas, y mostró así un aumento en su resultado operativo de un 30%. Aunque, en la medición interanual, la comparación luce mucho más débil. Se reflejó en realidad un descenso del 7% en la ganancia operativa producto de menores ventas que no llevo a compensar, esta vez, la caída en los costos.

Similar escenario para APBR. Trimestralmente el resultado operativo mejoró cerca de 6%, aunque empeoró cerca de un 13% en el interanual dado que si bien las ventas subieron no llegaron a compensar el incremento en los costos observado en el período.

En cambio, PESA fue la más afectada del sector a nivel trimestral con una ganancia operativa un 21% menor debido a los mayores costos enfrentados, a pesar de que respecto a hace un año atrás ésta última incrementó su resultado en más de un 40%.



Por otra parte, ERAR y ALUA, también sintieron la presión de los costos en el resultado operativo aunque en la comparación interanual mostraron considerables mejoras. Por ejemplo, en el II Trim 2010, el resultado operativo de ERAR fue de \$ 369 millones desde tan solo \$ 22 millones en igual período de 2009. A la vez que, tomando la medición trimestral, ERAR mejoró en un 2% su resultado operativo. Mientras que ALUA pasó a obtener una ganancia de \$ 261 millones, desde \$ 44 millones en hace un año atrás. En tanto, en la comparación trimestral, la línea operativa arrojó un crecimiento del 10%.



Por último, en cuanto a las perspectivas para los próximos resultados (reportarán III trimestre en noviembre próximo), las empresas han elegido adoptar una postura bastante cauta. TS estima que en la segunda parte del año seguirá evidenciando signos de recuperación, aunque en menor medida a lo observado en el primer semestre, con márgenes que se mantendrían en principio estable.

Párrafo aparte merece el caso de Petrobrás Brasil. Claramente aquí las mayores expectativas se centraron en los últimos meses en la ampliación de capital que finalmente concretó la semana pasada y fue la mayor que se haya realizado en la historia mundial, con un monto que ascendería, en principio, a USD 70.000 millones. Incluso, la venta de las nuevas acciones permitió que el Bovespa se convierta en la segunda bolsa más grande del mundo en valor de mercado. El objetivo de la capitalización es financiar parte su plan de inversión hasta 2014 por un total de USD 224.000 millones focalizado, en particular, en explotar la zona pre-sal recientemente descubierta. Esas reservas en alta mar y bajo una gruesa capa de sal podrían más que triplicar las reservas del país, que actualmente ascienden a de 14.000 millones de barriles de petróleo y convertir a Brasil en uno de los principales productores mundiales de crudo.

No obstante, más allá del éxito de la colocación, hay algunos puntos que siguen generando cierto escepticismo entre los analistas. Por ejemplo, uno de los aspectos que preocupa es el posible aumento del nivel de endeudamiento de la empresa. Si bien USD 70.000 millones es una cifra considerable, es tan solo el 30% del plan quinquenal ya mencionado. Además, que posiblemente pase algún tiempo hasta que se materialicen las ganancias por la producción de las cuencas pre-sal descubiertas en 2007. También recordemos que se trata de perforaciones en aguas profundas y que, luego del derrame en el Golfo de México ante la explosión de uno de los pozos de BP, podría ser afectada por una mayor regulación o control. Igualmente Petrobrás se muestra optimista declarando que mientras el petróleo se negocie por encima de los USD 45 dólares el barril, va a ser capaz de obtener rentabilidad de las cuencas pre-sal.

PESA, por su lado, informó en su último reporte que mantiene sus planes de inversión y continúa gestionando sus negocios de manera tal de recomponer la rentabilidad. Como vehículo de crecimiento a largo plazo, la empresa prioriza el negocio de exploración y producción de petróleo.

Entre el segundo grupo en análisis, ALUA -luego de cerrar su ejercicio en junio- declaró que su planta principal se encontraba operando a plena capacidad y estimó que lo seguiría haciendo durante el presente ejercicio. En realidad, en esta compañía, a futuro deberá entrar a jugar la puesta en marcha de las inversiones que prometen ampliar su capacidad a unas 460.000 toneladas anuales. Mientras que ERAR, en su último reporte, reconoció que espera para el tercer trimestre un margen operativo inferior al

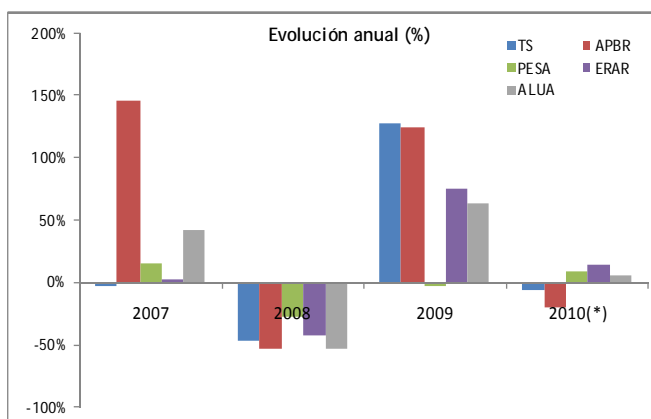


actual dado que, si bien prevé mantener el nivel de ventas dicho margen será afectado por mayores costos.

Asimismo, y justamente en relación al sector siderúrgico, en el último tiempo comenzó a verse con cierta preocupación la sobreproducción del mercado chino. Según destaca el último informe del CIS (Centro de Industriales Siderúrgicos de Argentina), los volúmenes exportados en agosto pasado desde ese país al mundo duplicaron los del mismo período de 2009. Pero lo que en este marco más preocupa es el salto que estas exportaciones hicieron hacia América Latina que se volvió un destino prioritario en el último año (pasaron a unos dos millones de toneladas de acero en el I semestre del año, a los menos un millón que se habían registrado en todo el año pasado). De esta forma, en particular, claramente lo que genera cierta preocupación es cómo este hecho puede influir sobre los negocios futuros de las compañías locales con un competidor a nivel mundial que pesa tan fuerte como China.

Evolución de Mercado

Tras la fuerte caída de 2008, en la que influyeron el contexto tanto externo como local, durante el año pasado cuatro de las cinco acciones bajo análisis experimentaron una marcada recuperación. El alza de los precios de las materias primas que comercializan estas empresas (petróleo, acero y aluminio), y la recomposición de la demanda interna y externa de la mano de una recuperación de la economía mundial tras la recesión, ayudaron en este sentido. La única excepción, no obstante, fue PESA que sufrió una caída del 3% durante 2009.



Pero ya en lo que va de este año la evolución de estas cinco compañías fue mucho más moderada, ofreciendo hoy resultados mixtos.

De hecho, llama la atención, que dentro del grupo bajo análisis TS y APBR -dos papeles con excelentes performance en 2009- acumulen bajas del 6.5% y 20.9%, respectivamente. Ambas no ligadas claramente al riesgo local sino externo, y golpeadas por una performance negativa también en el crudo. Este commodity, tras ganar 78% en 2009, cae cerca de 4% en lo que va del año.

	Petróleo	Aluminio	TS	APBR	PESA	ERAR	ALUA
2007-2010	24,8%	-16,5%	8,5%	105,5%	-12,8%	17,4%	14,3%
2007	57,2%	-14,1%	-3,3%	146,8%	14,7%	2,5%	41,5%
2008	-53,5%	-36,1%	-47,4%	-53,0%	-27,7%	-43,1%	-53,2%
2009	77,9%	44,8%	127,7%	123,7%	-3,1%	75,9%	63,2%
2010	-4,0%	5,0%	-6,5%	-20,9%	8,4%	14,4%	5,7%

Además, puntualmente, la brasileña estuvo en los últimos meses también presionada por su ambicioso plan de capitalización. Recordemos que más allá del éxito del que se habla en estos días, dicha colocación fue retrasada varias veces en el año por cuestiones de mercado o bien por debates legales internos que se dieron sobre el tema en el Congreso brasileño. Pero lo cierto es que todas estas "idas y vueltas" no jugaron a favor del papel, al igual que la posibilidad de cambios en la legislación petrolera

del país o bien el mayor peso sobre la compañía que ahora tendrá el Estado dentro de la compañía (un 48%). Así en el año el papel es el que mayor baja acumula, aún con los fundamentals que muestra la compañía.

Por otra parte, PESA luego de un 2009 en la que quedó netamente retrasada, logró este año recuperar pero sólo muy levemente menos de 10%. En tanto, el papel de mejor performance fue ERAR con un alza cercana al 15%, y ALUA con un crecimiento del 6%.

En tanto, volviendo al conjunto de los papeles, resulta interesante contraponer la evolución por sector con respecto al Merval (recordemos que en el último tiempo, aunque cambiaría desde el mes próximo, TS y APBR eran los papeles de mayor ponderación dentro del índice).

Y lo primero a destacar, de hecho, es justamente el diferente comportamiento que se observa entre sectores y por año. En 2009 el Merval acumuló una suba de 133% y tanto el sector petrolero como el siderúrgico siguieron la misma tendencia con ganancias de 82% y 69%, respectivamente. En cambio, en lo que va del año el índice líder de la bolsa local ganó cerca de un 9% y el comportamiento de los sectores bajo análisis fue dispar. El siderúrgico logró superar al Merval con un crecimiento del 10%, mientras que el petrolero acumula pérdidas cercanas al 7%.

En cuanto a la participación de mercado, la porción más significativa en los años de entre 2007-2009 corresponde a las empresas petroleras que incrementaron su participación sobre el volumen operado del Merval desde un 17% a un 37%. Claro está, no todas en igual medida. El mayor flujo de negociaciones siempre es atribuible a TS, a la vez que el aporte de PESA es casi nulo. Sin embargo, desde enero de 2010, el sector ha ido perdiendo progresivamente peso. Así, en lo que va del año, este grupo de compañías explica casi un 32% el volumen operado dentro de las líderes. Por papel, TS sigue con el mayor participación con un 23%, mientras que el correspondiente para APBR y PESA fue de 7.35 y 1.5%, en cada caso.



	S. Petrolero	S. Siderúrgico	Merval
2009-2010	65,1%	86,9%	133,7%
2009	82,8%	69,5%	115,0%
2010	-6,3%	10,0%	8,7%

Evolución en el mercado					Evolución en el mercado					Evolución en el mercado				
TENARIS					PETROBRAS BRASIL					PETROBRAS ENERGIA				
Año	Var. %	Prom. Diario	Vol. Op. Diario (mill \$)	Part. s/ T. Merval	Año	Var. %	Prom. Diario	Vol. Op. Diario (mill \$)	Part. s/ T. Merval	Año	Var. %	Prom. Diario	Vol. Op. Diario (mill \$)	Part. s/ T. Merval
2007	-3,3%	172.359	12,8	11,8%	2007	146,8%	96.584	5,5	5,1%	2007	14,7%	3.942	0,03	0,03%
2008	-47,4%	349.688	20,4	19,9%	2008	-53,0%	111.894	8,2	8,0%	2008	-27,7%	2.048	0,02	0,02%
2009	127,7%	304.935	15,5	28,1%	2009	123,7%	62.426	4,4	8,0%	2009	-3,1%	70.281	0,5	0,86%
2010 (*)	-6,5%	172.026	13,5	23,1%	2010 (*)	-20,9%	51.995	4,1	6,9%	2010 (*)	8,4%	136.521	0,8	1,44%
ene-10	6,2%	142.374	12,3	21,8%	ene-10	-11,3%	86.584	7,4	13,1%	ene-10	6,6%	165.735	1,1	1,86%
feb-10	-4,3%	254.619	22,0	38,9%	feb-10	1,2%	63.582	5,1	9,0%	feb-10	-1,8%	127.322	0,8	1,48%
mar-10	2,0%	121.367	10,4	19,4%	mar-10	3,7%	50.879	4,4	8,3%	mar-10	-0,8%	127.266	0,8	1,52%
abr-10	-5,2%	172.130	14,0	19,8%	abr-10	-4,7%	39.049	3,3	4,6%	abr-10	-1,2%	144.747	1,0	1,35%
may-10	-5,6%	202.305	14,9	23,0%	may-10	-12,0%	52.705	3,8	5,9%	may-10	-12,5%	148.861	0,8	1,30%
jun-10	-6,0%	176.782	12,9	27,1%	jun-10	-4,0%	34.131	2,5	5,3%	jun-10	5,4%	130.632	0,8	1,63%
jul-10	13,1%	116.793	8,8	21,1%	jul-10	4,6%	40.701	2,9	6,9%	jul-10	-1,2%	85.470	0,5	1,20%
ago-10	-14,9%	257.319	18,6	21,9%	ago-10	-6,5%	46.372	3,3	3,9%	ago-10	7,7%	179.956	1,1	1,30%
sep-10(*)	10,9%	93.727	6,8	15,1%	sep-10(*)	4,4%	56.805	4,1	9,0%	sep-10(*)	5,6%	117.014	0,7	1,60%

(*) Datos hasta el 22-09-10

Fuente: PP en base a Económica

Sarmiento 459 Piso 4º (C1041AA) Capital Federal

Portfolio Personal es productora de Compañía Inversora Bursátil Soc. de Bolsa S.A. www.portfoliopersonal.com



Por su parte, sumando las participaciones de ERAR y ALUA, entre el 2007 a 2009 estas explicaron en promedio sólo un 3.5% de lo negociado en el panel líder. Aunque, en lo que va del año, su peso aumento y ambas representan hoy cerca de un 7% -5.7%, en realidad, sólo explicado por ERAR-

Evolución en el mercado					Evolución en el mercado				
SIDERAR					ALUAR				
Año	Var. %	Prom. Diario	Diario (mill \$)	Merval	Año	Var. %	Prom. Diario	Diario (mill \$)	Merval
2007	2,5%	126.916	2,9	2,7%	2007	41,5%	335.175	1,7	1,5%
2008	-43,1%	87.393	2,1	2,1%	2008	-53,2%	181.548	0,8	0,8%
2009	75,9%	84.340	1,1	2,0%	2009	63,2%	268.047	0,8	1,4%
2010 (*)	14,4%	109.837	2,9	4,9%	2010 (*)	5,7%	288.153	1,1	1,9%
ene-10	-1,7%	123.817	3,0	5,3%	ene-10	-5,4%	325.156	1,2	2,2%
feb-10	-4,1%	82.455	1,9	3,3%	feb-10	-4,6%	233.992	0,8	1,5%
mar-10	15,9%	135.019	3,4	6,4%	mar-10	8,3%	187.204	0,7	1,3%
abr-10	11,7%	201.053	5,9	8,3%	abr-10	15,6%	528.215	2,1	3,0%
may-10	-12,4%	157.220	4,1	6,4%	may-10	-16,2%	476.605	1,9	2,9%
jun-10	5,7%	82.265	2,2	4,6%	jun-10	-0,3%	160.970	0,6	1,3%
jul-10	4,1%	72.834	2,0	4,8%	jul-10	4,9%	155.098	0,6	1,4%
ago-10	-7,1%	76.257	2,1	2,4%	ago-10	5,7%	334.836	1,3	1,6%
sep-10(*)	2,3%	50.499	1,3	3,0%	sep-10(*)	0,5%	204.826	0,8	1,9%

(*) Datos hasta el 22-09-10

Fuente: PP en base a Económica

Análisis de Ratios

En primer lugar, el sector petrolero mantiene hoy un PER (price/earning) promedio de 14.3 años, por encima del promedio que presentaba en junio de 2009 que se encontraba en 10.5 años. No obstante, el PER actual del sector, se encuentra levemente por debajo del promedio de las principales acciones norteamericanas del rubro, que es de 15.6 años. Igualmente, si se observa cada empresa en particular, se manifiestan claras diferencias. Por ejemplo, el PER más alto es el de TS que es de 23.5 años, mientras que el de APBR se ubica en 7.4 años.

Por otra parte, el P/B (price to book) promedio de las acciones petroleras de la bolsa local (1.4) se ubica también por debajo del calculado como referente de sus pares norteamericanas (2.4).

En tanto, para las siderúrgicas, el promedio actual de PER es de 10.5 años y se ubica también por debajo del promedio de 13 años correspondiente a las empresas similares de la región. Aunque nuevamente de manera individual se observan diferencias. El ratio (training 12 meses) para ERAR es de 4.9 años, mientras que el de ALUA se sitúa en torno a los 16. Por último, el P/B promedio de las siderúrgicas es de 1.35 y esta también inferior al promedio latinoamericano de 2.1.

En cuanto a la capitalización bursátil, sin dudas la líder es APBR, que luego de su millonaria capitalización se diferenció aún más del resto. Las nuevas estimaciones de valor de mercado para la empresa brasileña se ubican alrededor de USD 220.000 millones. Lejos, en segundo lugar se ubica TS con una capitalización bursátil de USD 22.000 millones. Por último, las tres restantes empresas en estudio se ubican en un nivel de valor de mercado de entre USD 2.300 y USD 1.600 millones.

TENARIS	Jun-07	Dic07	Jun-08	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10	27-09-2010
Precio / Utilidad x	13	12,6	18,6	5,8	11,8	21,3	25	21,8	23,5
Precio / Valor Libro x	4,6	3,7	5,6	1,5	1,9	2,7	2,7	2,3	2,4
Precio / EBITDA x	8,2	7,5	13,2	3,5	5,2	10,7	13	10,8	11,7
Div. Yield	1,3	1,9	1	3,3	3	2	2	1,9	2
Capitaliz Bursatil \$-mill	87.360	82.992	141.192	6.563	61.978	94.679	98.634	82.047	88.422

PETROBRAS BRASIL	Jun-07	Dic07	Jun-08	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10	27-09-2010
Precio / Utilidad x	11,1	21,4	18,8	7,3	11,4	12,6	11,3	8,6	7,4
Precio / Valor Libro x	2,4	4	3,8	1,7	2,3	2,3	2	1,5	1,3
Precio / EBITDA x	5,4	9,5	9	3,9	5,8	6	5,6	4,4	3,8
Div. Yield	3,1	1,3	1,3	3,8	2,8	2,5	2,6	3,7	3,1
Capitaliz Bursatil \$-mill	244.658	429.923	457.401	223.991	323.479	347.085	332.381	256.675	368.324

PETROBRAS ENERGIA	Jun-07	Dic07	Jun-08	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10	27-09-2010
Precio / Utilidad x	9,4	12,3	8,7	8,5	8,4	6,6	4,9	10,8	11,9
Precio / Valor Libro x	1,1	1,1	1,1	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6
Precio / EBITDA x	3,1	3,4	3,2	2	2,6	2,6	2,3	2	2,3
Div. Yield	2,2	2	3,1	4,8	0	4,4	4,2	4,6	7,4
Capitaliz Bursatil \$-mill	8.582	9.389	10.096	6.563	6.361	6.098	6.462	5.886	6.482

Fuente: PP en base a Económica

Por último, dentro de los indicadores más relevantes faltaría hacer mención al dividend yield. TS y APBR son las dos empresas que en los últimos años mantuvieron constante su política de dividendos. Mientras que, PESA, ERAR y ALUA suspendieron la distribución de ganancias el año pasado, pero positivamente la retomaron en los últimos trimestres.

SIDERAR	Jun-07	Dic07	Jun-08	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10	27-09-2010
Precio / Utilidad x	6	6,3	4,6	3,5	-14,8	11,7	6,8	4,9	4,9
Precio / Valor Libro x	1,5	1,4	1,4	0,7	0,5	1	1,1	1	1
Precio / EBITDA x	5,2	5,5	5,8	2,7	4,9	7,9	5,9	4,8	4,7
Div. Yield	2	1,8	1,5	3,3	0	0	0	4,1	4,1
Capitaliz Bursatil \$-mill	7.731	8.513	10.320	4.760	4.065	8.374	9.364	9.347	9.243

ALUAR	Jun-07	Dic07	Jun-08	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10	27-09-2010
Precio / Utilidad x	13,6	14,8	12,3	10	-32,8	433,5	23,4	14,6	16,1
Precio / Valor Libro x	3,2	2,8	2,2	1,2	1,5	1,7	1,7	1,5	1,7
Precio / EBITDA x	7,2	6,8	5,6	2,7	4,4	7,3	6,5	5,5	6,1
Div. Yield	3,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Capitaliz Bursatil \$-mill	8.171	7.788	6.838	3.630	4.478	7.500	7.364	7.111	78.497

Fuente: PP en base a Económica

Empresa	País	Sector	P/E	P/B
Exxon	EE.UU.	Petrolero	11,8	2,3
Chevron	EE.UU.	Petrolero	9,2	1,6
C. Phillips	EE.UU.	Petrolero	10,7	1,3
Schlumberger Ltd.	EE.UU.	Petrolero	22,9	3,6
Halliburton. Co.	EE.UU.	Petrolero	23,5	3,2
Promedio			15,6	2,4
Gerdau	BR	Siderúrgico	13,8	1,8
Usiminas	BR	Siderúrgico	13,6	1,4
Gerdau Met	BR	Siderúrgico	11,9	1,4
Alfa S.A.	MX	Siderúrgico	11,8	1,8
Acos VIII	BR	Siderúrgico	13,9	4,1
Promedio			13	2,1

Sarmiento 459 Piso 4º (C1041AA) Capital Federal



Conclusiones y Consideraciones

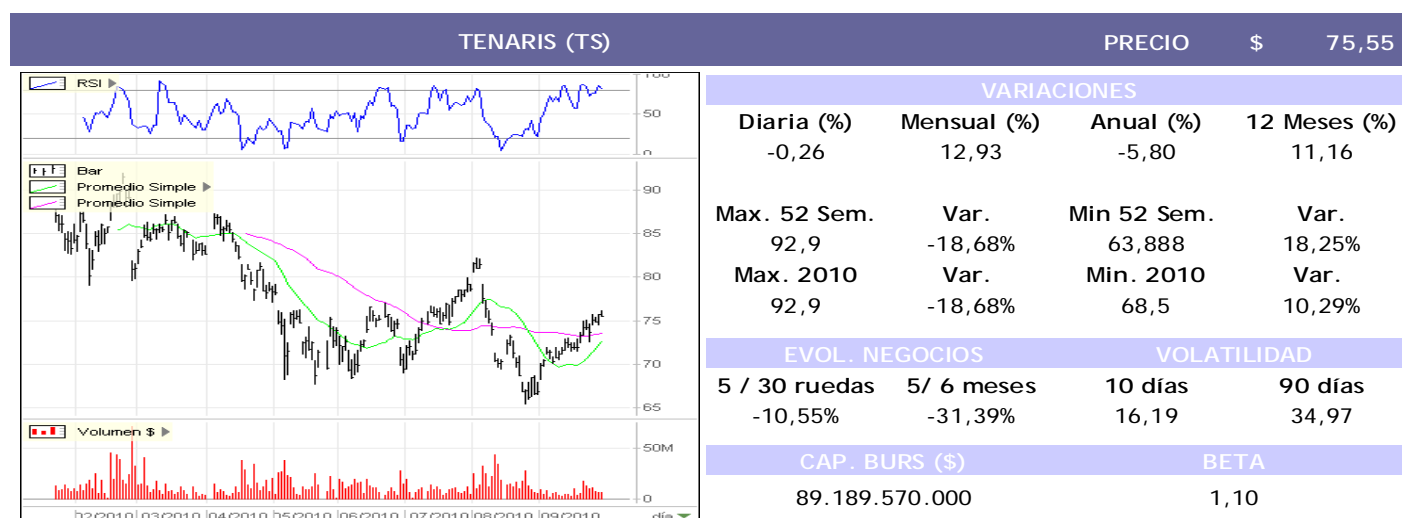
- ✚ A nivel general, los últimos resultados observados de las cinco empresas analizadas se ubicaron dentro de lo esperado, mejorando dentro del rango de las expectativas. Y para el segundo semestre tampoco se esperaba grandes sorpresas. Más bien se buscará ratificar y consolidar la recuperación en las ganancias ya observada.
- ✚ Pero el grado de una continuidad en la mejora de los resultados no descansará sólo en las ventas, sino como venimos sosteniendo en la presión de los costos.
- ✚ Por el lado, de las ventas, entendemos que deberían observarse buenos niveles. En el caso de las petroleras, aún con un precio del crudo punta a punta volátil, debería continuar la recuperación por el lado de una mayor demanda en algunas regiones. Mientras que en el caso de ALUAR la suba en el commodity base durante el período debería ser un aliciente por factor precio, a la vez que en Siderar se tendría que ver un escenario similar. Recordemos, de hecho, la fortaleza que esta mostrando la producción de acero.
- ✚ Por el lado de los costos, en cambio, la presión continúa de la mano en especial de la suba en las materias primas y de un contexto inflacionario general. Creemos igualmente que las empresas bajo análisis podrán en su mayoría mantener el ratio costos/ventas en los niveles actuales.
- ✚ No obstante, la realidad es que más allá de algunas debilidades mencionadas a lo largo del análisis, los precios de la mayoría de estos papeles presentan un atraso. En especial, si vemos estas compañías bajo una visión de mediano plazo, y en base a la industria a la que pertenecen.
- ✚ A la vez que la mayoría como señal positiva cuenta con proyectos de inversión en curso que harán su negocio más interesante a futuro, también presentan una foto financiera sanas en líneas generales. Incluso en casos, como TS y APBR, debemos hablar de empresas con una historia sólida y managment fuerte.



ANEXO ACCION POR ACCION

VISION RTADO. II TRIM.10 Y RECOMENDACIÓN DE CORTO

TENARIS, ganó USD 295 millones, previsiblemente por debajo de un año atrás (-12.3%) y arriba del I trimestre (+32.8%). Operativamente, el comportamiento fue el mismo. La mejora en las ventas en esta comparación se explica, básicamente, por mejores precios y recuperación en algunas regiones. Mantiene, positivamente, márgenes. La empresa no prevé grandes cambios para el II semestre. Más allá de una visión positiva a mediano plazo, técnicamente, TS respeta desde fines de agosto un canal alcista con soporte en \$ 74.9 y resistencia en \$ 79. Acompañamos. De corto, igual, deberemos estar atentos al cruce de \$ 77.5 que permitirá despejar el camino a nuevos objetivos de \$ 82.6.



RESULTADOS								
TENARIS	II Trim 10	I Trim 10	IV Trim 09	III Trim 09	II Trim 09	I Trim 09	IV Trim 08	III Trim 08
Ventas Netas	1981,8	1638,7	1847,2	1771,5	2096,3	2434,2	3203,4	3118,5
Costo de Ventas	1183,4	987,04	1156,5	1080,2	1264,9	1363,3	1683,0	1745
Margen %	59,7%	60,2%	62,6%	61,0%	60,3%	56,0%	52,5%	56,0%
Ganancia Operativa	405,3	309,34	330,6	360,6	436,8	685,6	669,2	933,9
Margen %	20,5%	18,9%	17,9%	20,4%	20,8%	28,2%	20,9%	29,9%
Resultados Financieros	-24,9	-5,23	-12,641	-35,9	-32,2	-73,4	-98,8	-55,3
Resultados en Inv. Cias.	19,2	23,52	18,81	10,3	66,5	-8,5	-32,8	24,29
Gcia. Por Oper. Discont.	-	-	-	0,0	-20,2	-8,0	-110,9	-
Ganancia Neta	295	222,2	240,8	237,3	336,4	393,1	114,5	631,1
Margen %	14,9%	13,6%	13,0%	13,4%	16,0%	16,1%	3,6%	20,2%
EBITDA	531,2	435,4	459,6	488,3	563,1	807,4	1190,5	
Margen %	26,8%	26,6%	24,9%	27,6%	26,9%	33,2%	37,2%	

Millones de USD

Fuente: PP en base a Bloomberg y Económica



VISION RTADO. II TRIM.10 Y RECOMENDACIÓN DE CORTO

APBR ganó BR\$ 8.295 millones, mejorando con respecto al I Trim 2010 y II 2009. Las ventas subieron –por volumen y precios–, aunque la presión de los costos se sintió en lo operativo. Este cayó, en el interanual, 13%. La línea final, igual, se benefició por un menor rojo en resultados financieros. Los márgenes cayeron contra el 2009, pero se mantuvieron trimestralmente. La visión a mediano para el papel es positiva, aunque en el corto podrá estar expuesta a una mayor vulnerabilidad producto de la cercanía de las elecciones como terminar de digerir la ampliación de capital recientemente realizada. Técnicamente, en tanto, se encuentra en zona de definición. Compramos. El soporte se ubica en \$ 72 y la resistencia más inmediata en \$ 73.5. Si la cruza el objetivo siguiente es \$ 76.3 y de allí más. Stop Loss para respetar: \$ 69.



RESULTADOS

PETROBRAS BRASIL	II Trim 10	I Trim 10	IV Trim 09	III Trim 09	II Trim 09	I Trim 09	IV Trim 08	III Trim 08
Ventas Netas	53631	50412	47696	47877	44611	42630	52136,0	43760
Costo de Ventas	34245	31102	29572	29015	24517	25815	37581,0	34283
Margen %	63,9%	61,7%	62,0%	60,6%	55,0%	60,6%	72,1%	78,3%
Gastos operativos	7085	7693	8466		5999	6468		
Ganancia Operativa	12303	11617	9658	10641	14095	10347	4857,0	12581
Margen %	22,9%	23,0%	20,2%	22,2%	31,6%	24,3%	9,3%	28,8%
Resultados Financieros	-630	-701	111	707	-1378	-341,0	2405,0	2843
Part. Acc. No Controlan	-42	-71	268	-928	-2452	-431,0	1948,0	910
Ganancia Neta	8295	7726	7438	7303	8160	6291	6189,0	10852
Margen %	15,5%	15,3%	15,6%	15,3%	18,3%	14,8%	11,9%	24,8%
EBITDA	15927	15076	14317	13993	17599	13506	9223,0	15680
Margen %	29,7%	29,9%	30,0%	29,2%	39,4%	31,7%	17,7%	35,8%

Millones de Reales

Fuente: PP en base a Bloomberg y Económica

VISION RTADO. II TRIM.10 Y RECOMENDACIÓN DE CORTO

PESA reportó una ganancia superior en un 13% a la del I trimestre y 57% arriba de la de un año atrás (ya neteada del resultado extraordinario). Operativamente fue bueno en términos interanuales. Mientras que en la comparación trimestral hay cierta debilidad por mayores costos y nueva caída de volúmenes transados, que no llega a compensar el incremento en los precios. Anunció pago de dividendos. Respetó la visión que volcamos en la alerta sobre su resultado. Siguió en alza, pero hoy se encuentra en niveles técnicamente complicados. Si no cruza la zona de \$ 6.60 en las próximas ruedas, es fuerte la presión a una baja. Tomamos ganancia y esperamos para volver a posicionarnos, ya que la visión a mediano plazo también resulta hoy cauta.



RESULTADOS

PESA	II Trim 10	I Trim 10	IV Trim 09	III Trim 09	II Trim 09	I Trim 09	IV Trim 08	III Trim 08
Ventas Netas	3620	3337	3465	3107	2735	2666,0	3465,0	4428,0
Costo de Ventas	2689	2362	2478	2292	2044	2044,0	2772,0	3120,0
Margen %	74,3%	70,8%	71,5%	73,8%	74,7%	76,7%	80,0%	70,5%
Gastos varios (adm/exp)	529	465	555	523	408	589,0	722,0	481
Ganancia Operativa	402	510	311	292	282	33,0	-1,0	774
Margen %	11,1%	15,3%	9,0%	9,4%	10,3%	1,2%		17,5%
Resultados Financieros	-165	-117	-105	-132	-84	-380,0	-538,0	-206
Resultados en Inv. No C	29	23	123	48	31	8,0	73,0	-13
Otros ingresos	-8	-173	-298	3	1582	1,0	-113,0	-3
Ganancia Neta	203	180	30	131	969	-205,0	-384,0	376
Margen %	5,6%	5,4%	0,9%	4,2%	35,4%	-7,7%	-11,1%	8,5%

Millones de \$

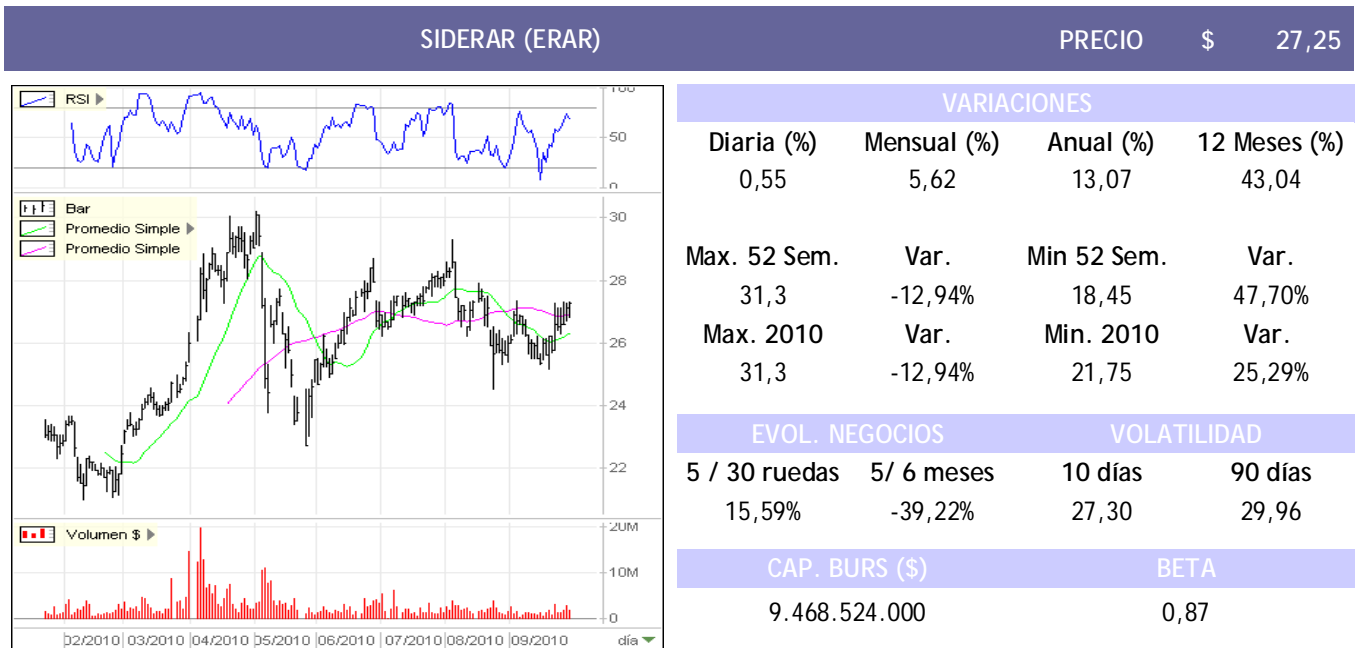
Fuente: PP en base a Bloomberg y Económica

Sarmiento 459 Piso 4º (C1041AA) Capital Federal

Portfolio Personal es productora de Compañía Inversora Bursátil Soc. de Bolsa S.A. www.portfoliopersonal.com

VISION RTADO. II TRIM. 10 Y RECOMENDACIÓN DE CORTO

SIDERAR, ganó \$ 795.4 millones con una fuerte suba trimestral como interanual, gracias a abultados resultados por tenencia (mayor valuación materias primas). Fue así superior a los \$ 425 millones promedio esperados por el mercado, pero mostró señales de debilidad. Operativamente, su performance se divide: previsiblemente buena de la mano de la recuperación económica en términos interanuales; y floja con presión de costos que afectaron sus márgenes en la comparación trimestral. Técnicamente, se encuentra desde hace varias semanas lateralizando en un amplio rango del que no logra salir. Creemos que el cruce de la resistencia actual en \$ 27.5 sería una buena señal. Podemos esperar, o bien comprar con Stop Loss en \$ 26.3/26.4 (las medias de corto) y objetivo -no inmediato- en máximos previos.



RESULTADOS

SIDERAR	II Trim 10	I Trim 10	IV Trim	III Trim 09	II Trim 09	I Trim 09	IV Trim 08	III Trim 08
Ventas Netas	2425	1911,5	1889,3	1638,6	1479,3	1370,9	1958,0	2215,5
Costo de Ventas	1800	1336	1163,5		1200	1312,0	1465,1	1642,7
Margen %	74,2%	69,9%	61,6%		81,1%	95,7%	74,8%	74,1%
Ganancia Operativa	396,5	388,6	551	362,9	22,3	-136,8	290,9	386,7
Margen %	16,4%	20,3%	29,2%	22,1%	1,5%	-10,0%	14,9%	17,5%
Resultados Fin. y por Te	667,2	52,62	47,7	72,8	-167,6	-226,5	-218,2	62,6
Resultados en Inv. Cias.	127,2	148,8	90,6	34,7	529,5	-87,4		-82
Ganancia Neta	795,4	334,3	455,9	319,6	275,5	-336,6	-387,5	174,8
Margen %	32,8%	17,5%	24,1%	19,5%	18,6%	-24,6%	-19,8%	7,9%
EBITDA			611,6	429,4	94,6	-73,3	354,7	441,1
Margen %			32,4%	26,2%	6,4%	-5,3%	18,1%	19,9%

Millones de \$

Fuente: PP en base a Bloomberg y Económica

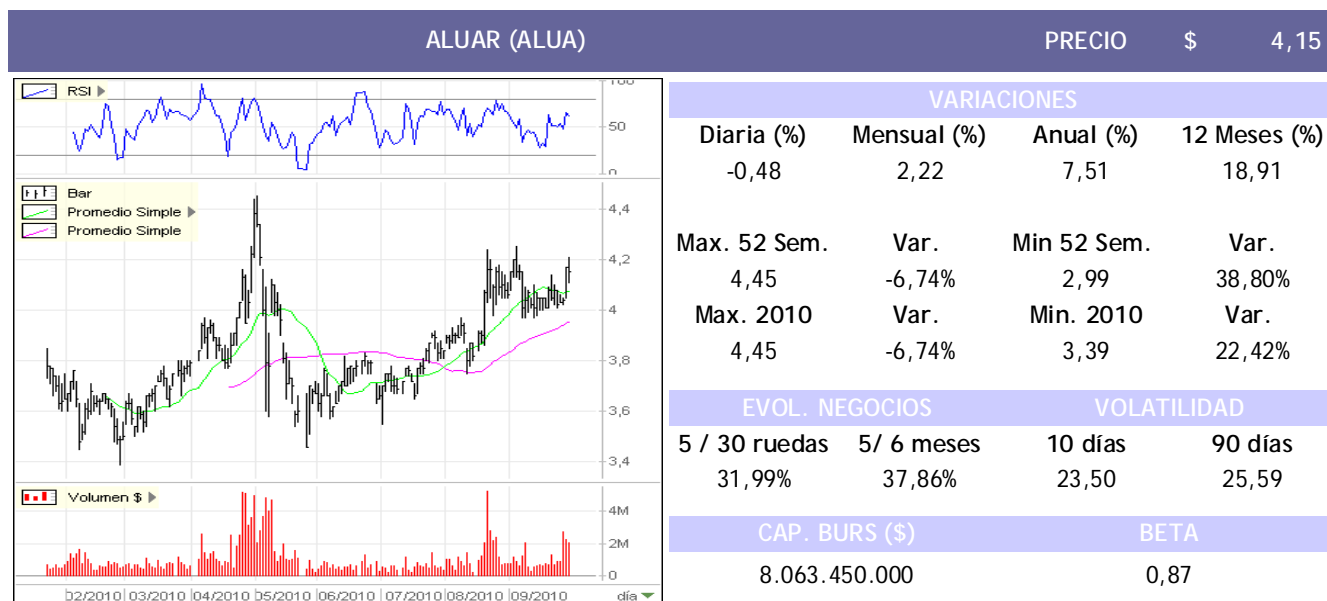
Sarmiento 459 Piso 4º (C1041AA) Capital Federal

Portfolio Personal es productora de Compañía Inversora Bursátil Soc. de Bolsa S.A. www.portfoliopersonal.com



VISION RTADO. II TRIM.10

ALUAR, reportó un buen resultado en el trimestre y cerró así un buen ejercicio en donde se reflejó una mejora sustancial de las ventas. Este incremento incluso permitió compensar la presión observada sobre los gastos, lo que favoreció a la compañía operativamente. Mejoró así márgenes. Continúa con su ampliación de capacidad. Técnicamente, respeta prácticamente la misma figura de ERAR, con un canal más bien lateral de entre \$ 4 y \$ 4.40. Respetamos rango.



RESULTADOS

ALUAR	IV Trim 10	III Trim 10	II Trim 10	I Trim 10	IV Trim 09	III Trim 09	II Trim 09	I Trim 09
Ventas netas (1)	1071,5	1028,4	826,7	962,3	864,4	521,41	907,2	1017,5
Costo de Merc. (2)	766,3	753,4	611,2	767,7	791,1	423,93	697,2	675,6
(2) / (1)	71,5%	73,3%	73,9%	79,8%	91,5%	81,3%	76,9%	66,4%
Resultado operativo	261,2	237,1	189,12	151,5	44,6	68,30	178,70	311,20
Margen operativo	24,4%	23,1%	22,9%	15,7%	5,2%	13,1%	19,7%	30,6%
Resultados Financieros	-10,2	4,8	-10,8	-17,6	-75,2	-254,2	-280,7	-138,0
Resultados de Soc. Cont	-11,1	-7,7	-10,4	-8,9	-5,2	-12,1	-10,9	-8,3
Impuesto a las ganancias	-90,8	-87,2	-65,4	-49,4	7,1	-12,4	39,9	-65,9%
Resultado neto	149,2	143,8	100,3	76,3	-34,4	-70,7	-72,7	98,0
Margen Neto	13,9%	14,0%	12,1%	7,9%				9,6%

En millones de \$ - Junio cierra balance

Fuente: PP en base a Bloomberg y Economática

DISCLAIMER: Este informe ha sido preparado por el personal de Portfolio Personal S.A., y en el 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. Portfolio Personal 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 Portfolio Personal 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. Portfolio Personal S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, directa o indirecta, por los daños producidos por el uso del presente informe.