

20 de Octubre de 2017

## Loma Negra

Loma Negra sale a cotizar simultáneamente en el mercado local y en Nueva York. La oferta comenzó el 13 de octubre y finalizará el 31 de octubre. El capital social de la empresa antes de la ampliación es de 566.026.490 de acciones ordinarias. El 99.4% está hoy en manos Loma Negra Holding GmbH y el 0.6% restante pertenece a accionistas individuales. Este Holding pertenece al grupo InterCement de Camargo Correa. Desde el 2005 cuando fue comprada a Amalia Lacroze de Fortabat, la compañía pasó a manos del grupo Brasileiro.

La oferta tiene dos componentes. La primera es una ampliación de capital (nuevas acciones) de hasta 30.000.000, que representaría 5.3% del capital social actual. Tendrá lugar tanto en Buenos Aires como en Nueva York. Por otro lado, ofrecerá 221.000.000 de acciones ya existentes (extensible 37.650.000 más si los colocadores ejercen su propia opción de compra) pero esta venta será exclusiva para el mercado internacional. En el exterior cada ADR será representativo de 5 acciones. Si la ampliación de capital y la venta de acciones se hacen por el total propuesto, el porcentaje accionario del grupo de control pasará del 99.4% al 51%. El resto flotaría en el mercado.

El precio indicativo de venta es de USD 3.40 (ADR USD 17), que es simplemente una referencia dado que hoy no tiene oferta pública. Con lo cual, de colocarse y venderse el total de las acciones de la oferta (luego de costos y comisiones) la empresa se haría de caja por un total cercano a los USD 800 millones. De este total, el correspondiente a la ampliación de capital (en torno a USD 92 millones) se utilizaría para la ampliación de la planta L'Amalí y para capital de trabajo. El monto restante, cerca de USD 700 millones, en su mayoría irían a cancelar deuda del Grupo InterCement. Este cuenta actualmente con 40 fábricas de cemento y molindas distribuidas por ocho países en tres continentes.

Según el balance consolidado al 2016, InterCement tenía una relación de EBITDA contra interés de 0.97 y la deuda financiera neta de caja representaba casi 4 veces el EBITDA. Claro está que una parte de la apertura y ampliación de capital tiene que ver con las necesidades de caja del grupo controlante. Camargo Correa, según los

trascendidos, ya habría intentado vender Loma Negra a principios de año. Con la venta de parte del paquete accionario en el mercado de capitales el Grupo perseguiría el mismo objetivo, aumentar su liquidez para cancelar pasivos.

Retornando particularmente a Loma Negra, el primer semestre de año mostró muy buenos números. El boom de la obra pública se hizo sentir en el balance. Como se puede ver en el Estado de Resultados, las ventas se incrementaron nada menos que un 53% interanual y los resultados operativos prácticamente se duplicaron. La ganancia neta para el 1S-2017 fue de \$692 millones frente a los \$156 millones correspondientes 1S-2016. El EBITDA ajustado saltó de \$739 millones en el 1S-2016 a \$1.581 millones durante el 1S-2017. Esto permitió que los márgenes crezcan del 23% al 26%.

Para el período de seis meses finalizado el 30 de junio de

	2017	2016
<b>Estado de resultados integral consolidado: (1)</b>		
		(cif)
Ingresos por ventas netas .....	6.669,2	4.343,2
Costo de ventas .....	(4.691,4)	(3.210,0)
<b>Ganancia bruta .....</b>	<b>1.977,8</b>	<b>1.133,2</b>
Resultados por participación en sociedades .....	-	28,8
Gastos de comercialización y administración .....	(541,8)	(394,5)
Otros ingresos (egresos) netos .....	1,3	9,8
Impuesto a los débitos y créditos bancarios .....	(79,0)	(70,6)
<b>Costos financieros, netos</b>		
Diferencia de cambio .....	(43,1)	(157,9)
Ingresos financieros .....	19,7	17,2
Egresos financieros .....	(319,8)	(340,5)
<b>Resultado antes de impuestos a las ganancias .....</b>	<b>1.015,1</b>	<b>225,5</b>
<b>Impuesto a las ganancias</b>		
Corriente .....	(311,7)	(63,4)
Diferido .....	(11,4)	(5,4)
<b>Ganancia neta</b>	<b>692,0</b>	<b>156,7</b>

Fuente: Último Balance. En millones de pesos

La empresa (local) muestra una buena salud financiera. Loma Negra cuenta con bajos niveles de deuda en relación al capital y reducidos pagos de intereses en relación a su flujo de fondos. El Ebitda supera 5 veces el desembolso por intereses y la deuda financiera neta representa solamente 1,3 veces el Ebitda. Una solidez financiera muy diferente al grupo controlante.

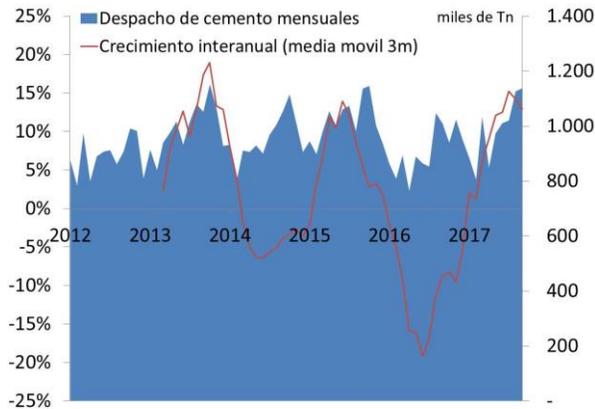
Supongamos que la empresa mantiene la buena performance del primer semestre en cuanto a las ventas también en la segunda parte del año. En el tercer trimestre del año, según la AFCP, el despacho de cemento local promedió 1,09 millones de toneladas por mes. El primer semestre de año (datos del balance), el volumen promedio fue de 925 mil toneladas mensuales. Los niveles de actividad del sector de los últimos meses coinciden

con los máximos del 2013 y 2015, cuando la actividad económica crecía a niveles cercanos a los actuales. Conjeturando que la obra pública sigue empujando y que la actividad privada ligada a la construcción también crece por el incremento del crédito hipotecario, para calcular los ratios utilizamos la tasa de crecimiento de las ventas y los márgenes del primer semestre de este año.

en esta coyuntura (optima), luego del fracaso en su intento de venta en forma privada.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
Economista Jefe



Fuente: Elaboración propia en base a datos de AFCP

Con estos supuestos, si sale a cotizar al precio indicativo de USD 3.40, este precio tiene implícito un ratio Price/Earning cercano a 21 y un ratio Precio/Valor Libros del 2300%. Holcim Argentina (JMIN) cotiza con un P/E de 27 y un ratio Precio/Valor Libros de 1300%. Estos ratios se repiten en otras empresas (no en todas) del mercado local. Hay un exacerbado optimismo en cuanto a las valuaciones, los precios reflejan un crecimiento de las ventas y los márgenes. Estas valuaciones tarde o temprano corrigen, sólo el tiempo dirá si lo hacen vía crecimiento de resultados o por medio de una corrección de precios. Con respecto al exorbitante valor hipotético de mercado frente al valor patrimonial, ahí la falta de ajuste de los balances por inflación también distorsiona los ratios.

En resumen, mientras siga el optimismo de mercado, seguramente la colocación será un éxito. La empresa muestra una excelente salud financiera, poder de mercado y buenos márgenes en un sector con excelentes perspectivas. Por otro lado, el precio indicativo parece algo pretencioso, pero no muy diferente al resplandeciente optimismo del resto del mercado. Sin embargo, vale la pena subrayar un dato no tan alentador. El principal objetivo del grupo controlante es vender parte del paquete accionario con la oferta pública