

16 de abril de 2021

### Loma Negra

Loma Negra es la empresa líder de la industria del cemento en Argentina. Con 95 años de historia, su marca forma parte del acervo cultural argentino, desde su fundación en 1926 por Alfredo Fortabat.

La compañía alcanzó un volumen anual de despachos de cemento de 5,1 millones de toneladas en 2020, obteniendo así una participación nacional del 44%. Sus tres competidores más directos (Holcim, Cementos Avellaneda y PCR) se dividen la restante porción del mercado.<sup>1</sup>

La compañía está verticalmente integrada y se localiza estratégicamente, siendo el único jugador con alcance nacional. Según sus estimaciones, en sus canteras cuenta con reservas de piedra caliza suficientes para respaldar sus operaciones a los niveles actuales por más de 100 años.

Gracias a su eficiente red de distribución, logística e instalaciones ubicadas en todo el país acceden a los principales centros urbanos con facilidad. La empresa cuenta con más de 3.100 km de transporte ferroviario por medio del control del 80% de la red Ferrosur Roca S.A. Esta concesión le fue otorgada en 1993 por un período de 30 años, con posibilidad de ser extendida por 10 años más.<sup>2</sup>

Loma Negra también desarrolla y opera proyectos enfocados en el uso de fuentes de

energía alternativas. A través de su empresa Recycomb S.A.U. recicla más de 19 toneladas de residuos para la producción de energía que nutre sus plantas ubicadas en la provincia de Buenos Aires.

En 2017, la empresa completó su Oferta Pública (IPO), tanto en la Bolsa de Nueva York como en Buenos Aires. En 2020, la empresa concretó la venta de su operación en Paraguay. Luego de haber iniciado actividades de comercialización en el año 2000, construido y operado una planta desde el año 2013, Loma Negra decidió concretar la venta del 51% de su participación de Yguazú Cementos.<sup>3</sup>

En la actualidad, el capital de la empresa se encuentra en un 51,04% en poder del grupo empresario brasileiro InterCement, subsidiaria de Camargo Correa, quien adquirió esta porción en 2005 a Amalia Lacroze de Fortabat. El 48,43% restante está en manos de accionistas minoritarios.

### Resultados

Las ventas del ejercicio 2020 en toda la industria nacional del cemento portland presentaron una marcada contracción. La caída interanual fue del 30% en el primer y segundo trimestre, comenzando a revertir esta tendencia recién a finales del tercer trimestre, finalizando el año con una caída anual punta a punta del 11,1%. Lo particular de esta dinámica de caída y recuperación tuvo lugar en el segmento de cemento embolsado (demanda residencial y minorista) donde la recuperación fue muy rápida terminando el año con un crecimiento del 7,4%. Por su

<sup>1</sup> Estimaciones de la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP).

<sup>2</sup> Si bien el Grupo ha solicitado la mencionada extensión, Ferrosur Roca S.A. aún no ha sido convocada para iniciar el proceso de renegociación en la órbita del CERC. En este sentido, la Dirección del Grupo entiende haber cumplimentado en tiempo y forma todos los pasos previstos a los efectos de obtener la prórroga de la concesión.

<sup>3</sup> Los resultados obtenidos de las operaciones discontinuas en Paraguay no fueron utilizados para el presente informe.

parte, en cuanto al cemento vendido a granel, al igual que el hormigón y los agregados, fue uno de los segmentos que más sufrieron el impacto de las restricciones tendientes a controlar la pandemia y la consecuente caída de la actividad.

Dada la posición dominante de Loma Negra en el mercado, lo mencionado en la industria no escapó a los resultados de la compañía. En este sentido, la evolución de las ventas trimestrales medidas en dólares oficiales durante dicho ejercicio, respecto a su mismo periodo del año anterior, tuvieron una marcada caída. En la primera mitad del año la contracción fue del 31% en el primer trimestre y del 35% en el segundo trimestre, recuperando parte de la caída en la segunda parte del año con una merma del 19% en el tercer trimestre y un crecimiento del 9% en el último trimestre.



**Fuente:** Elaboración propia en base a balances.

En resumen, las ventas totales al cierre del ejercicio de 2020 fueron de USD 590 millones vs. los USD 807 millones alcanzados en 2019, lo que representó una caída de 27% interanual. Por su parte, el impacto en el EBITDA ajustado fue menor, mostrando una merma del 19%. El férreo control de costos con una reducción interanual del 30% y una

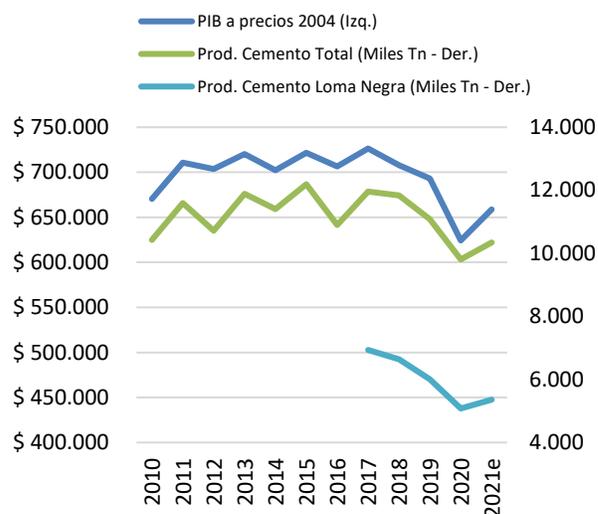
notable disciplina de precios permitieron mantener estable el resultado neto en USD 89 millones y expandir el Margen EBITDA en 300 puntos básicos, llevándolo de 29% en 2019 al 32% en 2020.

Loma Negra (Mill. USD)	2020	2019	Var (%)
Ventas	590	807	-27%
Costos	-411	-583	-30%
EBITDA Ajustado	188	232	-19%
Resultado Operativo	112	156	-28%
Resultado Neto	89	84	6%
Margen Operativo	19%	19%	-1%
Margen EBITDA Ajustado	32%	29%	11%

**Fuente:** Elaboración propia en base a balances.

Por otro lado, para obtener un panorama más amplio del estado de situación de Loma Negra, es necesario tener en cuenta que el flujo de negocio de la industria cementera se encuentra fuertemente vinculado a los ciclos de la economía, con lo cual, los resultados de la compañía se verían expandidos ante un crecimiento de la actividad y viceversa.

Observando datos históricos del PBI y la producción de Loma Negra, en el gráfico a continuación, se puede identificar que el periodo 2010-2015 se caracterizó por un incremento leve en la producción de cemento en línea al ciclo de bajo crecimiento y estancamiento de la economía. Luego de la fuerte caída en 2016 y la posterior recuperación en 2017 que también acompañó el ciclo económico errático, desde el 2018 la empresa se encuentra inmersa en un ciclo plenamente bajista con una contracción del PBI. Para 2021 las proyecciones esperan una recuperación del PBI en torno al 6%/7% que impulsaría de igual forma a la producción de la compañía.



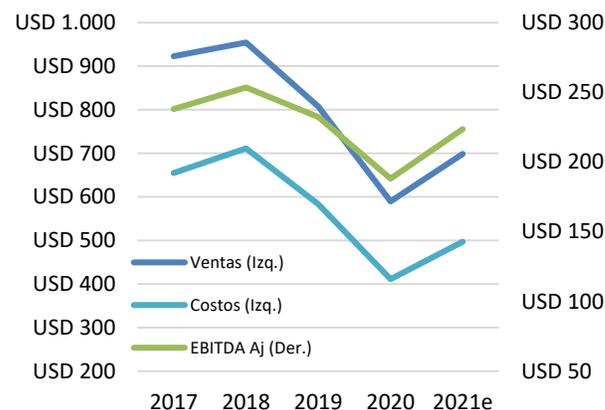
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, AFCP y balances

### Proyectos de inversión

En 2017 la compañía emprendió la expansión de su capacidad instalada en la planta L'Amalí. EL proyecto consta de dos nuevas líneas de producción que le representarían un aumento de 2,7 millones de toneladas anuales (más del 40% de capacidad previa). La inversión completa implica el desembolso de aproximadamente USD 350 millones. La inversión estratégicamente planificada de acuerdo a la necesidad de insumos, reducción de costos y de consumo térmico, una vez finalizada, se convertirá en la planta cementera más grande de Argentina y una de las más grandes de Latinoamérica.

Este proyecto comenzó a operar su primera línea de producción en enero de 2020 y se planifica la terminación total de obra para mediados de 2021. En este sentido, los últimos resultados ya mostraron los beneficios relacionados con su estructura de costos. La nueva planta logró reducir el costo energético gracias a la utilización del gas natural, energía de generación mucho más económica que el coque de petróleo. Esta

ventaja le permitió a la compañía aminorar el coletazo de la pandemia en el nivel de ventas. El margen EBITDA ajustado sobre ventas se mantuvo en torno al promedio histórico del 28%.

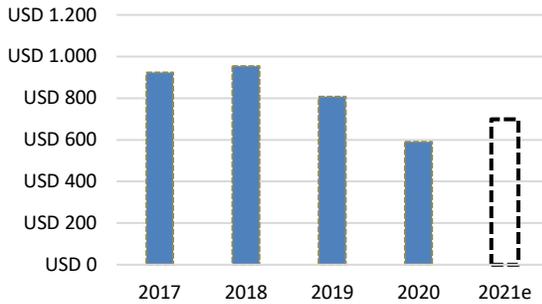


Fuente: Elaboración propia en base a balances.

### Ventas

Mirando hacia adelante, consideramos que la compañía podrá producir y amoldarse a los vaivenes cíclicos con mayor facilidad dada su estructura, con un balance más fortalecido y mayor presencia de mercado. Su flexibilidad en la producción e integración vertical son elementos claves para sobrellevar los pronunciados ciclos de la macroeconomía argentina. Consolidándose la senda de recuperación de los despachos de cemento de los últimos trimestres, con un aumento en el volumen del 23%, aún con una proyección conservadora del crecimiento del PBI en 5,5%, la compañía podría recuperar gran parte del terreno perdido en 2020.

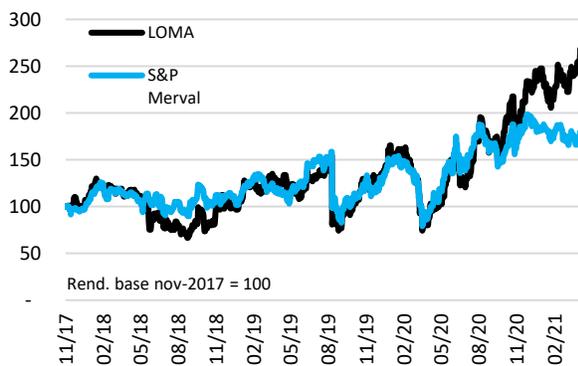
**Ventas Totales**



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

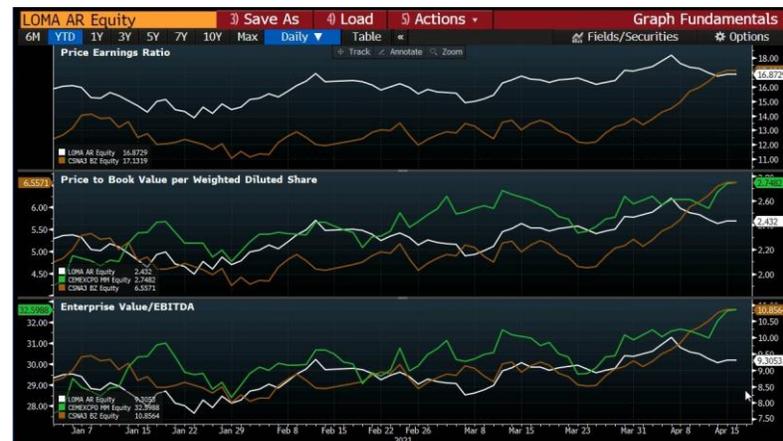
**Cotización**

Loma Negra salió a cotizar públicamente en 2017, recolectando USD 954 millones. Fue la mayor oferta pública inicial de Argentina desde 1993, detrás de YPF. Las acciones salieron a USD 21 por ADR (\$ 73 por acción). Los fondos se destinaron principalmente a la cancelación de deudas de InterCement y a la mencionada ampliación de la planta L'Amalí en Olavarría. Vale remarcar que en ese periodo la empresa madre estaba fuertemente apalancada. Como se ve en el siguiente gráfico, la relación de precios con el mercado local es marcada, aunque en el último tiempo pudo mostrar un mejor desempeño relativo.

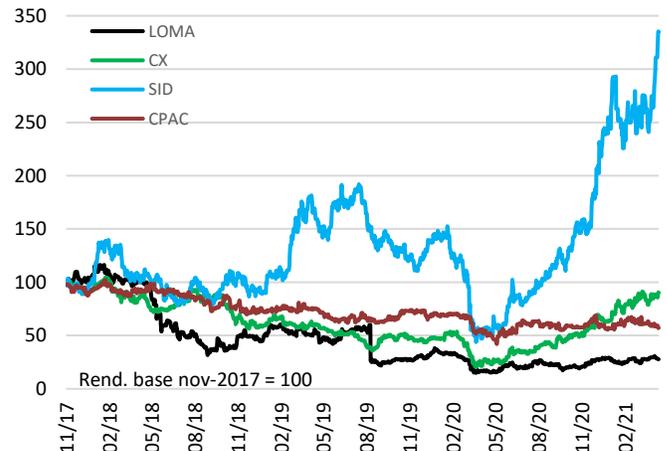


Fuente: Elaboración propia en a Reuters.

Una breve contextualización del ADR con cementeras comparables, con similar posición en el respectivo mercado y también latinoamericanas (Cemex México -CX- y Cía. Siderúrgica Nacional Brasil -SID). Como se puede observar en el primer gráfico, considerando los ratios EV/EBITDA y Precio/Valor Libros, LOMA cotiza con un descuento en relación a comparables, aunque en menor medida que otras acciones de argentina, sobre esta idea volveremos en las conclusiones. En el segundo grafico de precios (normalizados) se ve claramente el castigo en la evolución del ADR de la empresa argentina en relación a comparables.



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

Vale remarcar por otro lado que la empresa está ejecutando un plan para la adquisición de acciones propias por un importe máximo de \$750 millones o del 10% del capital.

## Perfil de deuda

La empresa reportó una deuda financiera total de USD 77 millones. La totalidad de la deuda es con instituciones bancarias (libor+spread mayormente), no posee ninguna obligación negociable. Del total de los pasivos financieros, el 99,5% esta denominado en moneda extranjera. A su vez, el 70% corresponden a préstamos de corto plazo con vencimientos a lo largo de 2021. En septiembre de 2020, con parte de los fondos obtenidos de la operación de venta de Yguazú Cementos S.A., la compañía decidió la cancelación anticipada de deuda por un total de USD 114 millones, el 56% del total de su deuda en el ejercicio 2019. Esto redujo fuertemente su apalancamiento neto.

En este sentido, a pesar de que su endeudamiento se encuentra denominado en moneda extranjera y de que sus ingresos y caja son en moneda local, su endeudamiento neto sólo representa 0,13 veces el EBITDA ajustado anualizado. Asimismo, la compañía posee una liquidez que representa el 56% de su deuda total. Como se puede ver en el cuadro a continuación, la empresa se encuentra totalmente desapalancada, con una solidez financiera envidiable.

Loma Negra (mill. USD)	2020	2019	%
Deuda Total	77	204	-63%
Caja y equivalentes	52	43	22%
Deuda Neta	25	162	-85%
EBITDA Ajustado	188	232	-19%
Apalancamiento Neto	0,13	0,70	-81%

## Perspectivas

El proyecto L'Amali finaliza a mediados de año, lo que le permitiría a la empresa reducir las necesidades de CAPEX y generar flujo de caja suficiente para pagar dividendos, hasta el momento la empresa no ha mostrado una política clara de pagos a sus accionistas.

El ciclo del negocio está muy relacionado con el ciclo económico, todo un desafío en los vaivenes de la económica argentina. Sin embargo, la empresa supo mostrar una envidiable flexibilidad para adecuarse a los cambios abruptos de la coyuntura y mantener relativamente estables sus márgenes en estos difíciles años que atraviesa el país.

Gran compañía local con muchos años de historia, espalda financiera y posicionamiento de mercado. Atractiva para las carteras que quieran tener exposición en el mercado local. Sus ratios de valuación muestran algún atractivo en relación a comparable regionales, pero en bastante menor medida que otras segmentos como bancos, energía o petroleras, algo que parece razonable dado que son sectores más perjudicados por el exceso de regulación.

Buen fin de semana,

[juan@cucchiara.sba.com.ar](mailto:juan@cucchiara.sba.com.ar)  
[manuel@cucchiara.sba.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.sba.com.ar)  
[ian@cucchiara.sba.com.ar](mailto:ian@cucchiara.sba.com.ar)