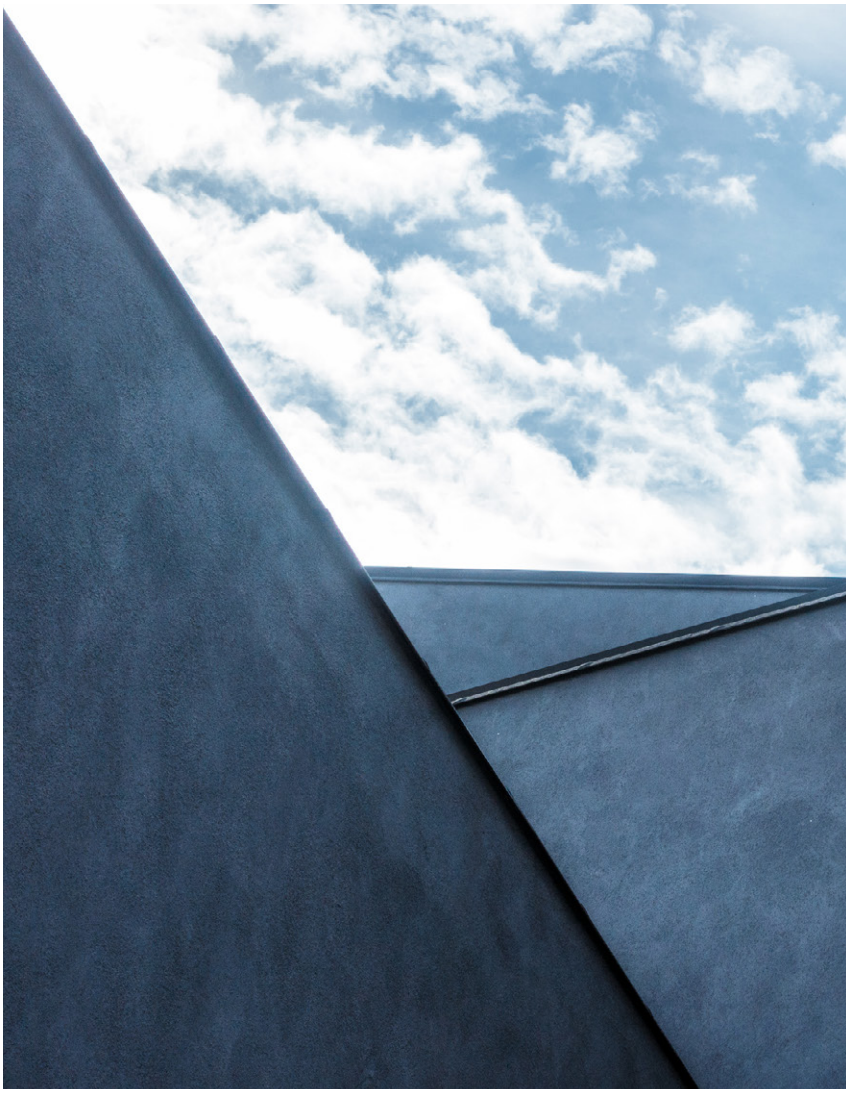
IDEAS DE INVERSIÓN

31 DE ENERO 2022

Oportunidades en cementeras



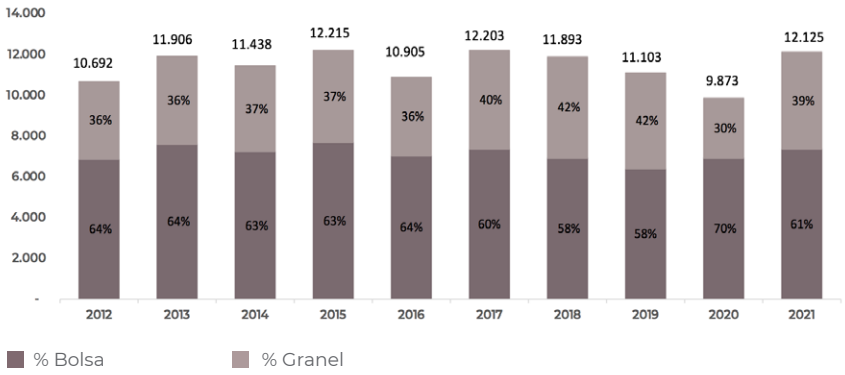
Mariano Montero
Estratega
mmontero@cohen.com.ar

Cohen™

El sector de la construcción fue uno de los primeros en recuperarse de la pandemia. En 2021, impulsada por el bajo costo en dólares y la obra pública, se expandió más de 30%. Los despachos de cemento se favorecieron de este contexto y alcanzaron el nivel más alto desde 2017. Dentro de dicho sector, en el panel líder encontramos a Loma Negra y Holcim Argentina.

Concretamente, en 2021 los despachos de cemento totalizaron 12,1 millones de toneladas, 22,8% más que en 2020 y 9% por encima del registro de 2019. Para este año, se espera que la construcción siga en alza de la mano de la brecha cambiaria, grandes obras y tendencia a la desconcentración hacia la periferia.

DESPACHOS DE CEMENTO EN BOLSA Y GRANEL EN MILES DE TONELADAS



Fuente: Cohen elaboración propia en base a la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

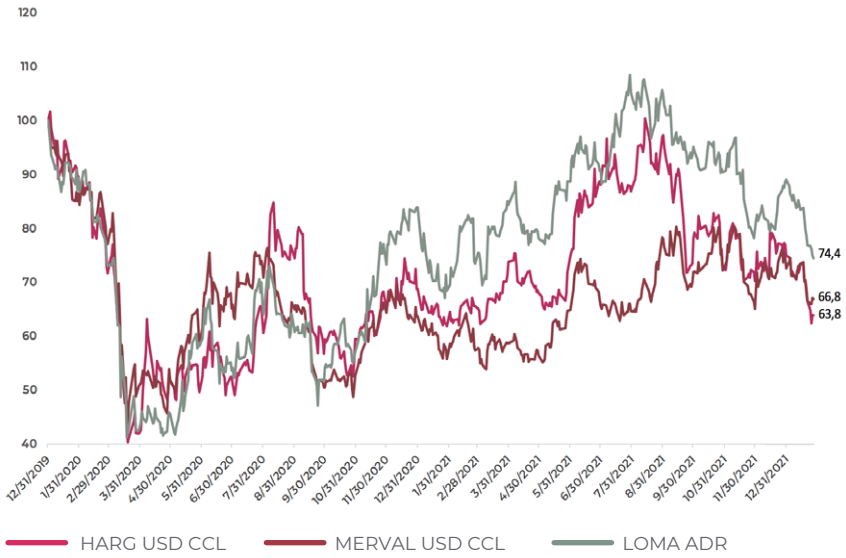
La industria de cemento local se encuentra concentrada en cuatro empresas: Loma Negra es la que domina el sector con el 44% de los despachos, seguida de Holcim Argentina con el 26% del mercado, Cementos Avellaneda le sigue con el 25% del mercado y cierra Petroquímica Rivadavia con el 5%. El alto costo logístico no permite la conformación de un precio internacional y hasta hace difícil en muchas provincias la competencia entre las mismas empresas del

sector, por lo que los precios tienen una dinámica de oferta y demanda regional.

A nivel nacional, en el último año la demanda alcanzó el nivel más alto desde 2017 y se despacharon 12,1 toneladas. Sin embargo, la capacidad productiva (oferta potencial) se viene incrementando a partir de inversiones que se planificaron en el 2017 en un contexto que, con el alza de la obra pública y los proyectos de participación público-privado, preveían un importante faltante de cemento para los próximos años. En 2019 la capacidad anual fue de 15,3 toneladas, con las ampliaciones realizadas por Cementos Avellaneda (El Gigante en San Luis), Holcim (Malagueño en Córdoba) y Loma Negra (L´Amalí en Buenos Aires), casi llega a casi 20 millones de toneladas anuales. Producto de estas ampliaciones, las empresas consiguieron mejoras en eficiencia y la posibilidad de conseguir mejores costos de energía, evitando los altos precios en invierno.

Las acciones de Loma Negra y Holcim Argentina tuvieron una gran performance desde los mínimos de marzo de 2020 y agosto de 2021 al registrar subas de 163% y 149% en dólares respectivamente. Sin embargo, desde agosto del año anterior los precios se vienen desinflando en la medida que los balances no mostraron mejoras verticales en sus resultados y las valuaciones cayeron 31% y 36% respectivamente. Creemos que este efecto de mayores volúmenes con menores márgenes – con gastos de flete y de energía creciendo por arriba de las ventas -- no terminó de conformar a los inversores. Sin embargo, el sector sigue pujante y aún no se vieron las mejoras operativas de las nuevas inversiones.

LAS CEMENTERAS NO SE DESTACAN EN EL MERVAL
Base 100 = 31/12/219



Los resultados de las cementeras los evaluamos en función del EBITDA (ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) por varios motivos: el cambio en la alícuota del impuesto a las ganancias generó en los balances distorsiones muy notorias que dificultan el análisis, prácticamente no tienen deuda y son empresas que después de realizar importantes inversiones no deberán hacer grandes gastos adicionales. Es por ello que se convierten en excelentes generadoras de caja y nos parece más razonable evaluarlas por dicha generación.

Loma Negra actualmente vale USD 681,9 M y posee una caja neta de USD 3 M, por lo que el valor empresa (Enterprise Value) es de USD 678,9 M. El EBITDA generado en los últimos 12 meses fue de USD 209 M, por lo que la relación Enterprise Value / EBITDA es de 3,2 veces, un número bastante inferior a las 7,5 veces que cotizan comparables de la región. La expansión de L Amalí – que representa un 44% de las ventas - le permitirá ganar eficiencia operativa, lo que impulsará el EBITDA para los próximos años. Del EBITDA le

quedará una parte importante a los accionistas - ya que no hay deuda que pagar ni grandes inversiones de capital que financiar – y la forma de remunerar al accionistas es la recompra de acciones, por lo que el tenedor de acciones es dueño de un porcentaje cada vez más grande de la empresa y en el caso de querer llevarse su "dividendo" puede vender una parte de las mismas.

En el caso de Holcim Argentina actualmente vale USD 259,2 M y cuenta con USD 68 M de caja neta, por lo que su Enterprise Value es de USD 191,2 M. El EBITDA generado en los últimos 12 meses fue de USD 125 M, por lo que la relación Enterprise Value / EBITDA es de 1,5 veces, un número bastante mejor al de Loma Negra inclusive. La expansión de Malagueño –que representará el 20% de sus ventas- mejora la eficiencia operativa, pero no será tan determinante como la de Loma Negra. Como no tiene deuda que pagar, ni grandes inversiones de capital que financiar, la empresa reparte dividendos. El año pasado, pagando deuda y terminando de invertir en su nueva planta, pagó el 10% de su capitalización en dividendos, para este año esperamos un número mayor.

En conclusión, las empresas cementeras locales cotizan en múltiplos atractivos, pero más aún nos interesan los dividendos que podrán pagar a futuro. Si bien Loma Negra es la líder del sector y es la más eficiente, a estos precios preferimos Holcim Argentina.

IDEAS DE INVERSIÓN

El presente informe es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por el Departamento de Estrategia de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen S.A para la compra o venta de valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen S.A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen S.A no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. Cohen S.A no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.