



Capital
Markets
Argentina

Construcción

HOLCIM ARGENTINA

2T2019

www.capitalmarkets.com.ar
Esmeralda 130 Piso 5 (1035) | 54 (11) 4320-1900

HOLCIM ARGENTINA (HARG)

AR\$ 59,00 al 26 Agosto 2019

Precio Est.: AR\$65,88

Retorno Esperado (AR\$): 11,7%

Calificación: Market Performer

	Vtas Netas (AR\$ mill)	EBITDA (AR\$ mill)	Rdo Neto (AR\$ mill)	Margen Neto (%)	ROE (%)	ROA	EPS (AR\$)
2018(*)	12.908	2.137	1.540	11,9	20,3	11,0	\$4,37
2019E	15.000	3.300	1.800	12,0	15,0	9,0	\$4,88
2020E	18.000	3.600	2.160	12,0	18,0	---	\$7,61

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Contables de la empresa; En millones de ARS.

Rango de Precios (en AR\$)

Menor en 52 Semanas

59,00

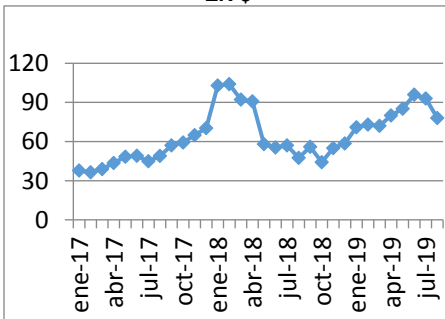
Mayor en 52 Semanas

103,95

HOLCIM: UNA MENOR DEMANDA CON INFLACIÓN AFECTA LOS MARGENES DE RENTABILIDAD

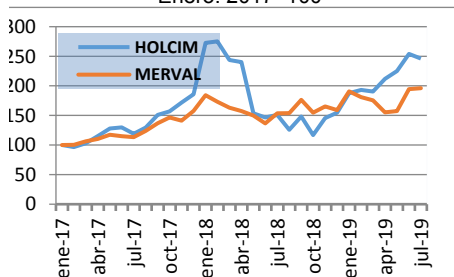
En un entorno macroeconómico y sectorial todavía adverso para la Construcción (ver Anexo 1), Holcim disminuyó sus ventas 1,6% en términos reales, comparado a igual período del año 2018. Aunque la caída es menor que en el trimestre anterior, la continuación de esta tendencia nos obliga a ajustar levemente nuestras proyecciones a la baja para este año y el que viene.

PRECIO ACCION HOLCIM EN \$



Fuente: Elaboración propia.

PRECIO ACCION HOLCIM Y Merval Enero. 2017=100



Fuente: Elaboración propia

- La unidad de negocio "Agregados" es la que más sufrió en términos de ventas y la unidad de "Hormigón" la que más disminuyó su resultado operativo y su EBITDA.
- Los costos variables aumentaron por encima de la inflación (13,1% en términos reales) lo que empeoró el margen bruto un 25%. (Ver anexo 3)
- Los gastos (excluyendo los financieros) se mantuvieron comparables al año anterior, y la caída del margen de rentabilidad operativa con respecto a 2T18 fue mayor (-50,5%) a la caída del margen de rentabilidad bruta a/a (-25,0%).
- La mejora del margen EBITA ocurrida durante el primer trimestre (20,1%), retrocedió a 17,1%.
- Los gastos financieros disminuyeron en línea con un período de estabilidad de tipo de cambio.
- El margen neto y ganancia por acción disminuyeron 58,5%, debido al arrastre de peores márgenes de rentabilidad operativa, y a un alto componente impositivo computado durante este trimestre.
- Los préstamos y descubiertos bancarios se devolvieron, con lo cual no hay deuda financiera al 30 de junio 2019 y la deuda neta pasó de ser 0,94 veces el EBITDA en 2T18, a -0,59 veces el EBITDA en 2T19.
- Los inventarios disminuyeron levemente en términos reales (5%) y los índices de liquidez mejoraron a/a. (Anexo 4)
- El endeudamiento mejoró y el pasivo en moneda extranjera se mantiene a mismos niveles del año anterior (25%).

PERSPECTIVAS- LA INCERTIDUMBRE EN EL RITMO QUE SE LE DARÁ A LA OBRA PUBLICA AFECTA A LA EMPRESA QUE INVIRTIÓ EN UNA MAYOR CAPACIDAD

Como se constata en los cuadros del anexo 1, la actividad del sector de la Construcción y de la demanda de cemento en particular, multiplican la dinámica de los ciclos económicos en general, con lo cual fueron muy castigados desde junio de 2018.

Durante el trimestre hubo signos de que habría empezado un cambio en la tendencia del ciclo económico, con algunos altibajos, y con algunos datos alentadores para la construcción, pero el resultado de las elecciones primarias del 11 de agosto frenó esas expectativas de reactivación del sector, en particular a través de obras públicas. El riesgo para este sector es que sufra ante una política económica centrada en medidas más cortoplacistas, del lado del consumo, en detrimento de la inversión como motor de crecimiento. A pesar de la preocupación por el ritmo de la Obra pública e incertidumbre en cuanto a la ejecución de nuevas obras con el sistema de Participación Público Privado (PPPs), durante el trimestre, hubo buenos datos por el lado de la demanda privada, medida en superficie privada autorizada para construir (tomando 60 municipios representativos), dato que aumentó 21,7% en junio con respecto a igual mes del año anterior. Asimismo durante los 6 primeros meses del año, acumuló un suba de 8,4% con respecto a igual período del 2018.

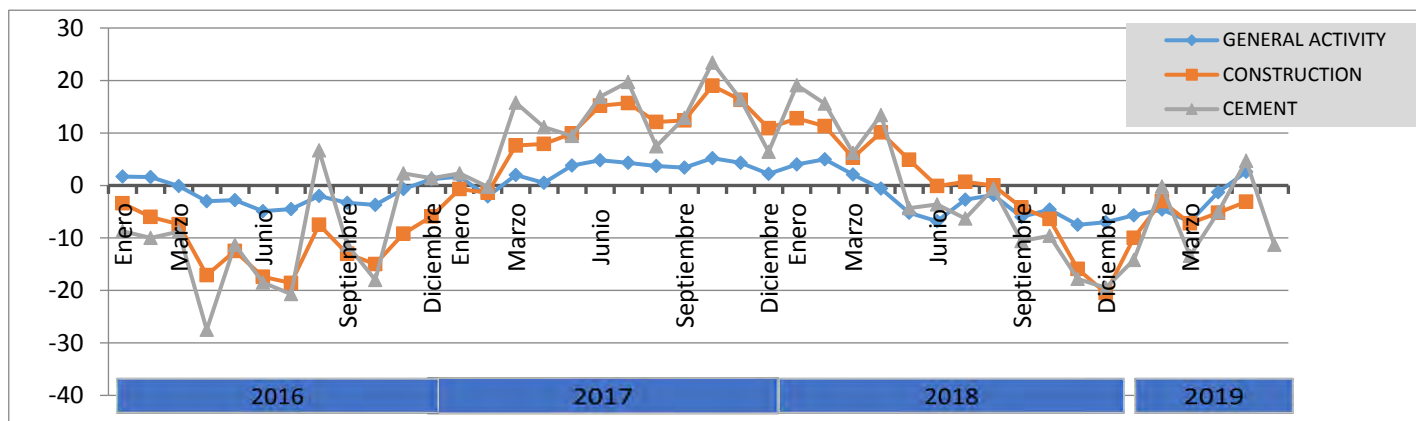
Internamente, la empresa enfrenta el desafío de cómo manejar el aumento de su capacidad productiva resultante de importantes inversiones realizadas a partir de fines del 2017, en este contexto.

VALUACIÓN POR DCF:

El Precio Objetivo de la acción surge de la valuación por flujo de fondos descontados (DCF). Con un riesgo país de 700 puntos, un crecimiento de largo plazo de 3%, y la baja de las proyecciones para este año, arribamos a un precio objetivo de \$65,88. Esto nos da una diferencia de 12% respecto al precio de \$59 del lunes 26 de agosto, lo que, a estos niveles de precio, nos da una calificación de **Market Performer**. En el Anexo 5, se observa la sensibilidad del precio al riesgo país.

ANEXOS:

1- EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA GENERAL, DE LA CONSTRUCCIÓN Y DEL SECTOR CEMENTO:



Fuente: Elaboración propia en base a Indec. Evolución del PBI a precios constantes del 2004.

2- CUADRO DE VALUACIÓN:

DCF (AR\$m)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Crecimiento anual de vtas		20,00%	24,03%	20,09%	20,10%
Ventas	15.000	18.000	22.325	26.811	32.200
Margen EBIT	22,00%	22,00%	24,00%	25,00%	26,00%
EBITDA	3.300	3.960	5.358	6.703	8.372
FCF	1.989	2.075	2.808	3.513	4.387
WACC	12,60%	11,90%	11,20%	10,50%	10,50%
PVFCF	22.400				
Deuda Neta	-755				
Acciones Emitidas (en mill)	352				
PRECIO OBJETIVO	65,78				
Supuestos utilizados					
Crecimiento de largo plazo	3,0%				
Riesgo País	7,0%				
Exceso de retorno	3,0%				
Beta	3,7%				
Costo del equity	1,3				
Costo del endeudamiento	15,0%				
WACC promedio	9,6%				

3- RESUMEN DE RESULTADOS ANUALES y TRIMESTRALES:

	RESUMEN DE RESULTADOS ANUALES						
	2017		2018		Cambio interanual	2019 E	
	En %	Millones	En %	Millones		En %	Millones
Ventas netas	100	12.097	100	12.908	7%	100	15.000
Costo de productos vendidos	-58	-6.993	-64	-8.262	18%	62	-9.300
Margen Bruto	42	5.104	36	4.646	-9%	38	5.700
Gastos de distribución	-14	-1.660	-13	-1.642	-1%	-12	-1.845
Gastos de comercialización	-6	-754	-7	-865	15%	-7	-1.035
Gastos de administración	-5	-548	-4	-542	-1%	-4	-600
Otros ingresos y egresos operativos netos	-1	-140	-1	-138	-1%	-1	-150
Margen operativo	17	2.002	11	1.459	-27%	19	2.070
Otros ingresos y egresos	0	-4	0	-2	-50%	1	82
Ingresos financieros	4	484	13	1.652	241%	5	750
Gastos financieros	-2	-264	-6	-765	190%	-4	-600
Margen de ganancias antes del impuesto a las ganancias	18	2.220	18	2.344	6%	16	2.302
Impuesto a la ganancia	-2	-276	-6	-805	192%	-4	-585
Ganancia neta del ejercicio	16	1.944	12	1.540	-21%	11	1.717
EPS en \$		5,52		4,37			4,88

	RESULTADOS TRIMESTRALES									
	1T2018		1T 2019		Var.% 1T 19/1T 18	2T2018		2T 2019		Var.%2T19/2T18
	En %	Millones	En %	Millones	En %	En %	Millones	En %	Millones	En %
Ventas netas	100	3.502	100	3.422	-2,3%	100	3.804	100	3.742	-1,6%
Costo de productos vendidos	-64	-2.238	-63	-2.164	-3,3%	-61	-2.331	-70	-2.637	13,1%
Margen Bruto	36	1.264	37	1.258	-0,5%	39	1.473	30	1.105	-25,0%
Gastos de distribución	-13	-461	-12	-414	10,2%	-13	-511	-12	-467	-8,6%
Gastos de comercialización	-6	-222	-6	-211	-5,0%	-6	-239	-6	-223	-6,7%
Gastos de administración	-4	-141	-4	-147	4,3%	-5	-197	-3	-105	-46,7%
Otros ingresos y egresos operativos netos	-1	-48	-1	-37	22,9%	-1	-25	-2	-62	148,0%
Margen operativo	11	392	13	449	14,5%	13	501	7	248	-50,5%
Otros ingresos y egresos	0	-1	0	-5	400,0%	0	-3	-1	-26	766,7%
Ingresos financieros	7	257	13	428	66,5%	19	709	8	314	-55,7%
Gastos financieros	-4	-140	-10	-329	135,0%	-9	-338	-2	-71	-79,0%
Margen de ganancias antes del impuesto a las ganancias	15	508	16	543	6,9%	23	869	12	465	-46,5%
Impuesto a la ganancia	-5	-185	10	354	291,4%	-8	-292	-6	-227	22,3%
Ganancia neta del ejercicio	9	324	26	898	177,2%	15	577	6	238	-58,8%
EPS en \$		0,92		2,55	177,3%		1,64		0,68	-58,5%

Fuente: Estados Financieros y elaboración propia

(*) En millones de ARS.

4- DATOS PATRIMONIALES Y RATIOS FINANCIEROS:

	2016	2017	2018	2019 E	1T18	1T19	2T18	2T19
Ingreso p/Vtas.	5.129	7.325	12.908	15.000	3.502	3.422	3.804	3.742
EBITDA ajustado (*)	963	2.690	2.137	3.300	590	687	1.348	1.284
# de Acciones (en mill.)	352	352	352	352	352	352	352	352
Total de préstamos (*)	22	47	723	-----	808	687	198	0
Efectivo y equivalente de Efectivo (*)	-360	1017	-459	-----	42	145	64	755
Deuda Neta (*)	-338	1064	264	-----	766	542	134	-755
Patrimonio (*)	1.525	6.545	7.571	13.000	8.463	9.359	8.463	11.884
Crecimiento de ingresos por ventas (%)	-----	42,8%	76,2%	16,2%	-----	-2,3%	---	-1,6%
Crecimiento del EBITDA (%)	-----	81,4%	-20,6%	54,4%	-----	16,4%	---	-4,7%
Margen Bruto	41,7	42,2	36,0	30,0	36,8	36,1	38,7	29,5
Margen EBITDA	18,8	23,8	16,6	19,0	16,8	20,1	17,6	17,1
Margen Neto	7,6	16,1	11,9	12,0	14,5	15,8	15,2	6,4
Deuda Neta/EBITDA (x)	na	0,40	0,12	-----	2,15	0,94	0,10	-0,59
Deuda Neta/Patrimonio (%)	-22,2	16,3	3,5	-----	9,1	5,8	1,6	-6,4
ROA (%)	11,2	14,9	11,0	9,0	3,26	3,4	3,4	1,3
ROE (%)	25,6	29,7	20,3	15,0	5,4	5,8	6,8	2,0
EPS (AR\$)	\$ 1,11	\$ 5,52	\$ 4,37	\$ 4,88	\$ 0,9	\$ 2,6	\$ 1,6	\$ 0,7
LIQUIDEZ (x)	0,8	0,7	0,7	0,9	0,7	0,7	0,8	0,9
LIQUIDEZ ACIDA (x)	0,5	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5
PASIVO CTE / PASIVO TOTAL (%)	83,9	64,3	63,7	62,0	63,7	69,2	89,3	64,4
PASIVO en Moneda Extranjera/PASIVOS TOTALES (%)	34,5	13,3	16,0	27,0	-----	19,7	26,6	25,0

Fuente: Estados Financieros y elaboración propia

(*) En millones de ARS.

5- SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO DE LA ACCIÓN:

SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO a CAMBIO en el RIESGO PAÍS				
RIESGO PAÍS	4%	5%	6%	7%
Precio Objetivo en ARS	\$ 68,93	\$ 67,90	\$ 66,25	\$ 65,88
Precio HOLCIM al 26 de Agosto 2019	AR\$ 59,00			

Research-Construccion@capitalmarkets.com.ar

septiembre de 2019

Graciela Cairolí

Director

Alejandro Quelch

Gerente de Research

aquelch@capitalmarkets.com.ar

Jaime Krause

Gerente de Asset Management.

Portfolio Manager

Noelia Lucini, CFA

Fixed Income Strategy.

Portfolio Manager

Nicolas Viveros

Analista Semi Senior de Renta Fija

nviveros@capitalmarkets.com.ar

Agustin Giannattasio, CFA

Analista Senior Renta Variable

agiannattasio@capitalmarkets.com.ar

María Teresa Leiva

Analista de Macroeconomía

mleiva@capitalmarkets.com.ar

Juan José Guma

Analista

jguma@capitalmarkets.com.ar

Valeria Flores

Administrador Biblioteca Virtual.

Asistente

vflores@capitalmarkets.com.ar

Dolores Jáuregui

Comunicación con analistas externos.

Asistente.

djauregui@capitalmarkets.com.ar

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de CMA para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El informe no tiene por objeto proveer los fundamentos para la realización de ninguna evaluación crediticia o de otro tipo. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables y/o instrumentos financieros mencionados en este informe y deberá basarse en la investigación personal que dicho inversor considere pertinente realizar. El presente no debe ser considerado un prospecto de emisión u oferta pública. Algunos de los valores negociables y/o instrumentos financieros bajo análisis pueden no estar autorizados a ser ofrecidos públicamente en Argentina. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que CMA considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y CMA 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 (económica, financiera o de otro tipo) relativa a los emisores descripta en este informe. CMA 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. Ninguna persona ni funcionario de CMA ha sido autorizada a suministrar información adicional a la contenida en este informe. Todas las opiniones o estimaciones vertidas en el presente informe constituyen nuestro juicio y pueden ser modificadas sin previo aviso.

Capital Markets Argentina S.A., Esmeralda 130, piso 5 (1035) Buenos Aires, Argentina. Tel. (54 11) 4320-1900, Fax (54 11) 4320-1935. Web Site: www.capitalmarkets.com.ar.