

6 de diciembre, 2012
 Holcim (Argentina) S.A.
 JMIN/BCBA

Continuing Coverage: El futuro no es tan cierto...

Market Outperform

Precio: AR\$ 3.4

Merval: 2450.03

Merval25: 2461.42

1. La desaceleración de la economía argentina acompañada por las trabas al tipo de cambio, afectarán las toneladas de cemento vendidas en 2012. Se produce una recuperación en 2013.
2. Un aumento global de los costos, sumado a la baja en el volumen de ventas, impactaría negativamente en los márgenes de la empresa.
3. Mejora de la situación a partir de 2014.
4. Los puntos anteriores impactan en el precio final proyectado para la acción que es de \$ 5.82 al 31/12/2013, lo que representa un aumento del 71.17% del valor que tenía la acción al 6 de diciembre de 2012. El aumento de los costos y la disminución de los volúmenes vendidos son contrarrestados por un fuerte aumento en los precios debido a la inflación.

Valuacion-AR\$	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
EPS	0.67	0.68	0.97	1.35	1.72
P/E	6.9x	4.94x	3.45x	2.48x	1.95x
CFPS	0.01	0.44	0.95	1.64	2.55
P/CFPS	463x	7.59x	3.52x	2.04x	1.32x

Market Capitalization (AR\$):	Equity datas:
Equity Market Cap (MM): 1,200	52 week range: 3.00 – 4.80
Enterprise Value (MM): 1,196	12-Month Stock Performance: 71.17%
Shares Outstanding (MM): 352	Book Value Per Share: 3.62
Estimated Float (MM):	Beta: 0.89 Damodaran
Daily Volume: 6,742	

Fuente: Yahoo.finance y Bloomberg al 06/12/2012

Company Overview

Location: Argentina, Casa Central, Buenos Aires, Av. Moreau de Justo 140 1°.

Industry: Construcción.

Description: Producción y Comercialización de Cemento.

Key products: Cemento, Hormigon y Petreos.

Company web site: www.holcim.com.ar

Analysts:
 Adrien Auger
 Maricel Conti
 David Lichte
 Jose Perea

Investment Research Manager:
 Veronica De Luisa

PERFORMANCE DEL PRECIO DE LAS ACCIONES

Figure 1: 5-year Stock
price performance



Fuente: Yahoo finance

El trabajo de análisis muestra que la acción de Holcim en el mercado está subvaluada. Le damos la clasificación de Market Outperform ya que esperamos que la acción registre un precio objetivo al 31/12/2013 de \$5.82. El precio de la acción de Holcim Argentina subiría un 71.17% respecto al valor de la acción al 6/12/2012. El valor de la compañía estimado mediante la metodología DCF a Diciembre de 2013 es de \$ 1,775 MM.

El Merval y particularmente la acción de Holcim Argentina, no tienen mucha liquidez debido al poco volumen de acciones que se venden por día.

Holcim (Argentina) SA es una subsidiaria del líder mundial de la fabricación y distribución del cemento suizo Holcim Ltd. La compañía argentina vende marcas propias de cemento, hormigón y pétreos, y posee 35% de market share.

TESIS DE INVERSION

Causas que explican la desaceleración de la economía argentina:

1. La desaceleración de la economía argentina acompañada por las trabas al tipo de cambio, afectarán las toneladas de cemento vendidas en 2012. Se produce una recuperación en 2013.

1. Debidas a las políticas económicas aplicadas en el país:

- Alta inflación.
- Regulaciones cambiarias: las regulaciones cambiarias no permiten la realización de transacciones inmobiliarias en moneda extranjera, lo que repercute directamente en la actividad del sector que se maneja siempre en dólares.
- Excesiva presión impositiva
- Altos costos laborales

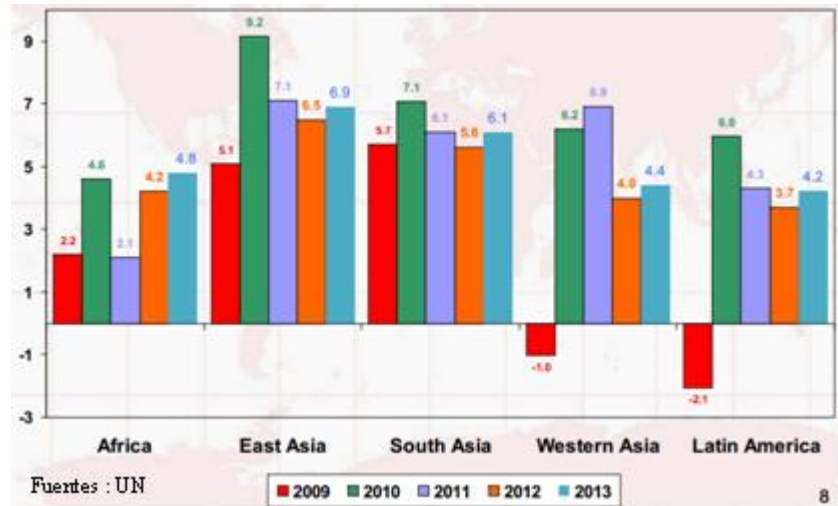
- Creciente regulaciones en la economía: Además de las restricciones a la compra/venta de dólares, hay también restricciones a las importaciones de materia prima y de bienes intermedios empleados en el proceso productivo.
- Falta de seguridad jurídica

Todos estos puntos afectan al nivel de actividad de la economía argentina, influyendo por lo tanto, sobre las potenciales ventas de Holcim y sus ganancias.

2. Debidas a la situación mundial:

La desaceleración económica y la inestabilidad de la política interna en los dos primeros mercados mundiales, los Estados Unidos y Europa, influyen sobre la actividad global del resto del mundo. La crisis de la deuda Europea es la principal amenaza para la economía mundial, con la acumulación del desempleo, el difícil acceso al crédito y las políticas fiscales restrictivas. El estancamiento de la actividad y de los intercambios muestra que el resto del mundo también está sufriendo esta situación. Un indicador clave es la desaceleración significativa de China, con una baja de la demanda interna por reducción de la actividad que limita las importaciones del país. Como China es el primer país importador de productos de América Latina, esto tiene consecuencias importantes. Esta situación sumada a la baja actividad de Brasil, crea un efecto dominó de desaceleración económica global que alcanza a América Latina y por ende a la Argentina.

Variación del PBI por continente en el mundo de 2009 a 2014



Consecuencias de la coyuntura actual para la Argentina:

- no hay inversión
- el consumo se contrae

- no hay acceso al crédito internacional
- fuerte caída en el crecimiento en algunos sectores claves del país, como la industria automotriz y la construcción.
- caída en el intercambio comercial con Brasil.
- contexto de gran incertidumbre

Holcim: Año 2012 – 2013:

Siendo la actividad de Holcim la fabricación de cemento, la misma se halla afectada por la desaceleración de la economía y del sector de la construcción. Esto sumado a la falta de poder adquisitivo de los potenciales compradores de inmuebles, el alto stock de bienes raíces existente en mano de inversores, la falta de crédito y la alta inflación provocan una caída en el consumo de los insumos de la industria de la construcción.

Por todo esto proyectamos una disminución en el volumen de ventas de toneladas de cemento de Holcim para el año 2012 y una recuperación en 2013. Estimamos la recuperación en base al incremento proyectado para el PBI para el año 2013.

También basamos esta recuperación en un informe del FMI (World Economic Outlook – October 2012) según el cual la región de América Latina y el Caribe fortalecería su crecimiento en 2013, mejorando respecto al año 2012. El FMI prevé un crecimiento para la región de 4% en 2013.

2. Un aumento global de los costos, sumado a la baja en el volumen de ventas, impactaría negativamente en los márgenes de la empresa.

Como la inflación impulsa más los costos que los ingresos y el contexto es recesivo, se produce un descenso en el margen de Ebitda de la empresa y una caída en la rentabilidad para los periodos proyectados 2012-2014; previendo una recuperación de estos márgenes para los periodos 2015-2016.

Al tener Holcim importantes costos fijos, la caída en las toneladas de cemento vendidas hace disminuir el margen bruto y también su capacidad operativa. Como los costos fijos afectan los márgenes, la empresa tendrá un costo unitario en aumento a medida que las toneladas de cemento vendidas disminuyan.

Durante 2012, los costos han ido en aumento, especialmente los sueldos. Los convenios nacionales en el sector de la construcción establecieron en 2012 un incremento cercano a la inflación de 27%, esto según el AOMA (Asociación Obrera Minera Argentina). Los impuestos nacionales que paga Holcim, no registraron cambios en sus tasas durante 2012. Los rubros energéticos, como el gas y la electricidad, generalmente aumentaron por inflación y por el corte de los subsidios realizado por gobierno. En cuanto a los gastos de transporte, según la FAEEAC (Federación Argentina de Entidades Empresarias del Autotransporte de Cargas), los precios del transporte se incrementaron debido

al aumento del precio de los combustibles y del costo de la mano de obra.

Finalmente, al realizar un análisis comparativo de los balances cerrados en junio 2011 y junio 2012, se observa un importante aumento en los siguientes rubros de costos: costo de las mercaderías vendidas, gastos de comercialización y gastos de administración.

3. Mejora de la situación a partir de 2014.

Contexto internacional: Se espera que en 2014 mejore el contexto internacional, y que los países crezcan a tasas más altas que en 2012 y 2013. Se estima que China seguiría su desarrollo con un fuerte crecimiento debido a un fortalecimiento de la clase media. Europa y Estados Unidos, se estabilizarían y resolverían su problema de endeudamiento, creando un shock de consumo clave en su futuro crecimiento.

Contexto Regional: Los futuros proyectos de inversión en infraestructura de Brasil, vinculados a la organización de acontecimientos relevantes como los juegos olímpicos en 2016 y la copa del mundo en 2014, influirían sobre la economía regional, y beneficiarían a los países vecinos como Argentina (Brasil cuenta con un proyecto gubernamental de 50,000 millones de euros a desembolsar en 25 años cuyo objeto es la realización de inversiones en infraestructura, como autopistas, trenes etc)

Contexto Local: La situación en el contexto internacional y regional influiría positivamente en la economía del país que así seguiría la tendencia al alza.

Esto por lo siguiente: Argentina tiene una economía abierta, en el sentido de que se relaciona con otras economías del mundo. Su coeficiente de apertura era en 2010 del 38.8%, o sea las exportaciones e importaciones representaban el 38.8% de su PBI (el coeficiente de apertura mide cual es la importancia del comercio internacional para un país, y se calcula como: $(\text{Exportaciones} + \text{Importaciones})/\text{PBI}$ para un año determinado).

Además, las exportaciones de un país dependen positivamente de la renta y la producción de sus socios comerciales (y del precio relativo entre bienes nacionales y extranjeros).

Así, si la situación internacional mejora, esto repercutiría favorablemente en la Argentina, y en todas las actividades económicas que en ella se desarrollen.

Por estos motivos proyectamos unas ventas crecientes para Holcim en los años 2014 a 2016, y estimamos unos incrementos en volumen de ventas iguales a los aumentos del PBI proyectados para esos períodos.

4. Los puntos anteriores impactan en el precio final proyectado para la acción que es de \$ 5.82 al 31/12/2013, lo que representa un aumento del 71.17% del valor que tenía la acción al 6 de diciembre de 2012. El aumento de los costos y la disminución de los volúmenes vendidos son contrarrestados por un fuerte aumento de los precios debido a la inflación.

El precio proyectado de la acción de Holcim al 31/12/2013 es de \$5.82, lo que representa un aumento del 71.17 % del valor que tenía la acción al 06/12/2012, que era de \$3.40. El aumento de los costos y la disminución de los volúmenes vendidos son contrarrestados por un fuerte aumento de los precios debido a la inflación

OPORTUNIDADES	<p>Absorber competidores pequeños.</p> <p>Expandirse para lograr una mayor participación de mercado</p> <p>Desarrollar canal minorista mediante e-commerce.</p> <p>Inversiones para incrementar la capacidad productiva.</p> <p>Se ha desarrollado un proyecto denominado "Pétreos", que consiste en una nueva unidad de negocios basada en la comercialización de triturados pétreos.</p>
AMENAZAS	<p>Aumento de costos por mayor inflación en áreas como sueldos, gas natural e impuestos sin posibilidad de traslado a precios de venta, entre otras, podría repercutir en los márgenes.</p> <p>Desaceleración de la economía y caída de las inversiones inmobiliarias.</p> <p>Ingreso de nuevos competidores o expansión de competidores existentes, que se traduciría en pérdida de market share.</p> <p>Aplicación de regulaciones cambiarias, medida que disminuye significativamente la capacidad competitiva de la empresa.</p>
VALUACION	<p>Obtuvimos un precio a 12 meses de AR\$ 5.82. Para llegar a este valor utilizamos el método Discounted Cash Flow (DCF).</p>

MULTIPLICOS:
Price/Earnings Per Share

Para comparar Holcim con otras empresas del mismo sector obtuvimos los múltiplos de P/E de yahoo.finance y Bloomberg al 06/12/2012: Argos (Colombia) 27.4567x, Holcim (Costa Rica) 18.1835x y Holcim (Argentina) 7.91x. No utilizamos estos métodos para la valuación de Holcim porque las empresas y los mercados no son exactamente comparables.

MULTIPLICOS: Price/Book

Para comparar Holcim con otras empresas del sector cemento obtuvimos los múltiplos de Price/Book de yahoo.finance y Bloomberg al 06/12/2012: Cemex (México) 0.88x, Argos (Colombia) 2.1861x, Holcim (Costa Rica) 3.7425x y Holcim (Argentina) 0.94x. No utilizamos estos métodos para la valuación de Holcim porque las empresas y los mercados no son exactamente comparables.

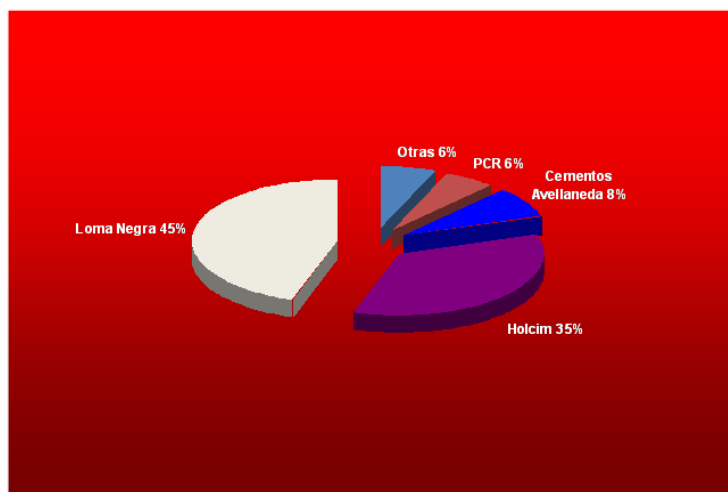
METODO DE FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS

Para estimar el valor de mercado de la empresa, utilizamos el método del Flujo Futuro de Fondos Descontado. Llegamos a un valor para la compañía al 31/12/2013 de AR\$ 1,775 MM. Consideramos que este método es el más adecuado para la valuación de Holcim, ya que es el que mejor se ajusta a la realidad de la empresa.

ANALISIS DE LA INDUSTRIA

Holcim controla el 35% del mercado, Loma Negra es líder en la industria controlando aproximadamente el 45% del mercado domestico. El restante mercado se divide entre Cementos Avellaneda, PCR y otras pequeñas empresas.

Market share de las empresas del sector cemento.



Fuente: propia

ROL DEL GOBIERNO	<p>El gobierno apoya a la industria ya que ésta dinamiza la economía generando empleos directos e indirectos.</p> <p>En algunos casos este toma un rol protagónico fiscalizando y multando a empresas que no respeten los marcos de competencia perfecta, sin embargo este mercado en particular es de naturaleza oligopólica, dadas las barreras de entrada y salida, que básicamente se dan por la gran inversión requerida.</p> <p>Para el caso específico de Holcim, el estado posee participación en la empresa a través de la Anses.</p>
PROVEEDORES	<p>El poder de los proveedores es muy bajo debido a que su principal materia prima proviene de sus propias canteras.</p>
PRODUCTOS SUBSTITUTOS	<p>En esta industria no se encuentran productos sustitutos directos, se podría considerar como un sustituto el uso de otros métodos de construcción que no requieran o reduzcan el uso del cemento como puede ser el uso de madera, entre otros.</p>
PODER DE LOS COMPRADORES	<p>Al ser una industria oligopólica, los compradores no tienen prácticamente poder. La oferta está limitada prácticamente por 4 empresas que establecen sus propias condiciones, limitando la diversidad de opciones de los compradores.</p>
FACTORES CLAVE DE EXITO	<p>Como factores claves de éxito identificamos los siguientes:</p> <p>Recursos Humanos: personal ejecutivo y técnicos altamente capacitados, en constante proceso de mejora continua.</p> <p>Logística y distribución: plantas estratégicamente ubicadas y redes de distribuidores cubriendo el 75% del territorio nacional.</p> <p>Precio/Calidad: la calidad percibida por el cliente es satisfactoria en relación al precio pagado.</p> <p>Eficiencia Operativa: optimización de costos operativos sobre volúmenes vendidos.</p> <p>Responsabilidad social empresarial: desarrollo medioambiental sustentable y</p>

compromiso con la comunidad.

COMPETIDORES

Loma Negra

Propiedad del grupo empresarial brasileño Camargo Correa. Comenzó su actividad en 1926, e instaló su primera planta en Buenos Aires dos años más tarde. Posee 8 fábricas de cemento en el territorio nacional, 4 centros de distribución y acopio y 4 plantas de hormigón, que le permiten una capacidad de producción de 7 millones de toneladas, con fuerte presencia en el territorio nacional.

Cementos Avellaneda

Forma parte del Grupo Empresarial Internacional Cementero Molins / Uniland. Comenzó sus actividades en 1919. Posee dos plantas de cemento dentro de la provincia de Buenos Aires y una de hormigón, con una capacidad de producción de 2,3 millones de toneladas.

Petroquímica Comodoro Rivadavia (PCR)

Inició sus operaciones en 1921, actualmente es una empresa privada argentina dedicada principalmente a la producción y distribución de materiales para la construcción (cementos, etc) y a la exploración y producción de hidrocarburos (petróleo y gas). Cuenta con una planta en la provincia de Santa Cruz.

DESCRIPCION DE LA EMPRESA

Holcim Argentina produce y comercializa cemento, hormigón y pétreos. Empezó sus actividades en 1930 con la instalación de su primera planta en la provincia de Córdoba. Sus plantas están localizadas en Buenos Aires, Córdoba, Mendoza y Jujuy. El grupo Minetti cambió su de nominación social en 2012 por la de Holcim Argentina. Es una subsidiaria del grupo suizo Holcim.

PRODUCTOS

TIPO DE CEMENTO	Cementos de Uso General - IRAM 50000	Cemento Pórtland Compuesto
		Cemento Pórtland con Filler Calcáreo
		Cemento Pórtland Puzolánico
		Cemento Pórtland Normal
	Cementos con Propiedades Especiales - IRAM 50001	Cemento Pórtland Normal Altamente Resistente a los Sulfatos.
		Cemento Pórtland Puzolánico Altamente Resistente a los Sulfatos
		Cemento Pórtland Puzolánico Altamente Resistente a los Sulfatos, Resistente a la Reacción Alkali y de Bajo Calor de Hidratación.
		Cemento Pórtland con Filler Calcáreo Altamente Resistente a los Sulfatos
		Rellenos de densidad controlada
		Cemento de alto horno
TIPO DE HORMIGONES	Hormigones estándar	
	Hormigones para aplicaciones viales	
	Hormigones especiales	
	Hormigones para rellenos de densidad controlada	
	Hormigones Autocompactantes	
TIPO DE PETREOS	Arena de trituración 0/6	
	Piedra triturada 6/19	

ESTRATEGIA

Maximizar el uso de la capacidad instalada.

Mantener el market Share con mecanismos tales como la inversión en fidelización de clientes existentes e inversión en marketing para captación de nuevos clientes.

Adquirir competidores y empresas complementarias, empezando por los más pequeños para ganar paso a paso presencia en el mercado.

Afianzar y especializar los call centers para agilizar la atención en las áreas de ventas y de atención al cliente.

COMERCIALIZACION

Fábricas, Moliendas, Centros de Distribución y Oficinas Comerciales estratégicamente ubicados, brindan cobertura al 75% del territorio nacional y al 90% de las áreas con índices de mayor consumo de cementos y hormigones en Argentina.

Presencia nacional



Fuente: www.holcim.com.ar

La comercialización se pretende mantener canalizada por medio de los centros de distribución propios, ubicados en las 2 principales zonas de producción y del centro de acopio y comercialización en Buenos Aires. Además de los 500 puntos de venta a nivel nacional, Holcim Argentina se convierte en una de las cadenas de comercialización más importantes de Argentina y en la más grande en el rubro del cemento.

- Centro de Distribución Rosario (Rosario, Santa Fe).
- Centro de Distribución Tucumán (San Miguel de Tucumán, Tucumán).
- Centro de Distribución Resistencia (Resistencia, Chaco).
- Centro de Distribución Burzaco (*) (Burzaco, Buenos Aires).

GERENCIA

Equipo gerencial de Holcim:

- Gerente General Corporativo: José Cantillana Ibarrola.
- Gerente Corporativo Operaciones Cemento: Guillermo Rafael Brusco.
- Gerente Corporativo Recursos Humanos: Aldo Fabian Mascacaretti.
- Gerente Corporativo comercial: Manuel Sirtori Caparoso
- Gerente Corporativo de Finanzas y Administración: Henry Dario Rathgeb
- Gerencia Corporativa de Auditoría Interna: Ruden Ricardo Urfer

DIRECTORES

Directores de Holcim (Argentina) S.A.

Presidente:

Dr. Juan Javier Negri

Vicepresidente:

Lic. José Cantillana Ibarrola

Titulares:

Lic.en Econ. y Adm. de E. Henry Darío Rathgeb

Ing. Ubaldo José Aguirre

Lic. Diego Carlos Tomás Yofre

Ing. Demetrio Raúl Brusco

C.P.N. Fernando Javier Fraguío

Suplentes:

Dr. Federico Busso

Lic. Andreas Leu

Ing. Eduardo Guillermo Kretschmer Castañeda

Dr. Jorge González

Dr. Pedro Dámaso Labaqui Palacio

Ing. Louis Beauchemin

C.P.N. Juan Alberto Cancio

Comisión Fiscalizadora de Holcim (Argentina) S.A.

Titulares:

C.P.N. José Francisco Piccinna

C.P.N. Osvaldo Héctor Bort

C.P.N. Raúl Alberto Chaparro

Suplentes:

C.P.N. Graciela Elvira Pio

C.P.N. Enrique Francisco Cafisi

C.P.N. Tomás Martínez Tagle

Comité de Auditoría de Holcim (Argentina) S.A.

Titulares:

Lic. Diego Carlos Tomás Yofre

Ing. Ubaldo José Aguirre

Dr. Juan Javier Negri

Suplentes:

Dr. Pedro Dámaso Labaqui Palacio

Cr. Jorge González

Dr. Federico Busso

ANALISIS DE LOS
ACCIONISTAS

Cementos Holcim, Hormigones Holcim, Pétreos Holcim y Red Holcim, son marcas registradas, propiedad de Holcim Argentina S.A. sociedad anónima abierta, cuyas acciones cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). La estructura accionaria de la Sociedad está integrada por: Holcim Ltd., con 79.61% de las acciones; la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES), con 11.31% y accionistas minoritarios con 9.80%. Holcim Argentina S.A. cuenta con una empresa subsidiaria: Ecoblend S.A., que se especializa en servicios ambientales y preparación de combustibles alternativos para su co-procesamiento en sus hornos de cemento.

RIESGOS DE LA
INVERSION

- Fuerte correlación con el crecimiento económico del país
- La entrada de nuevos competidores.
- Regulaciones gubernamentales.
- La inflación que encarece los costos y repercute en los márgenes de no ser posible el traslado a precios de venta
- La posibilidad de incrementos en el costo de la energía que Holcim utiliza, ya que el gobierno importa parte del petróleo y gas que se consume en el país pagando precios internacionales
- El riesgo de liquidez sobre el mercado, está dado por el escaso número de acciones de Holcim Argentina que se comercializan por día.

DESEMPEÑO
HISTORICO Y
PROYECCIONES

Entre 2007 y 2009, las ventas en volumen de cemento siguieron una tendencia hacia la baja. El mercado inmobiliario y por consiguiente Holcim Argentina se vieron afectados por esta situación. Con posterioridad a 2009, la actividad de la empresa cambió, los volúmenes de cemento vendidos aumentaron de nuevo siguiendo el aumento global de la economía y de la actividad de la construcción en la Argentina. Al mismo tiempo las ventas se incrementaron entre un 16% y 21%. Podemos suponer que una parte del aumento se debió a la inflación y la otra al incremento de los beneficios directos por el mejor desempeño de la empresa (efecto sobre el volumen de las ventas).

Durante el periodo 2007 – 2011 el margen bruto fue de alrededor del 40%. El margen de EBITDA de los años 2008 -2011 fue del 21/25%. En cuanto al margen neto, este mostró un crecimiento yendo de un 3.89% en 2007 a un casi 13% en 2011. Así la empresa fue generando cada vez más beneficios por un aumento en las ventas y un mejor control de los gastos y resultados financieros.

En el periodo 2008 - 2009, se pasó de una pérdida a una ganancia importante, con un mejor control de los costos variables y, por lo tanto, un margen bruto más alto.

Las principales variables analizadas para las proyecciones de ventas de los periodos 2012-2016 fueron:

- El Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC)
- El PBI y su variación
- El PBI de la construcción y su variación.
- La inflación

SUPUESTOS
OPERATIVOS

Ventas proyectadas:

En 2012 según un análisis de la Asociación de Fabricantes de Cemento Pórtland, las ventas de cemento (en toneladas) caerán. El balance de la empresa al 30 de junio de 2012 muestra el mismo descenso en las toneladas de cemento vendidas. Por eso se sigue esta tendencia y se proyecta una caída del 11% en las cantidades vendidas de Holcim en 2012.

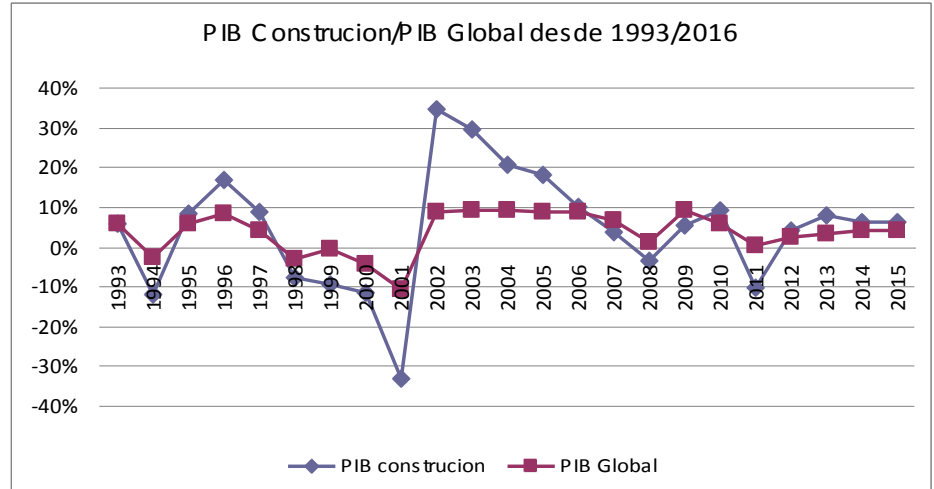
La proyección de toneladas de cemento vendidas para el período 2013 a 2016, se ajustó conforme al incremento experimentado por el PBI proyectado para el mismo periodo. En cuanto al precio de la tonelada de cemento, lo estimamos en función de la inflación esperada para los periodos proyectados.

El **balance de Holcim al 31/12/2011**, en su Memoria dice: “La sociedad considera que **el ritmo de crecimiento de la demanda estará vinculado con la senda de crecimiento de la economía argentina** en el corto y sobre todo en el mediano plazo. ... **El contexto internacional será un elemento muy importante para las perspectivas de crecimiento económico del país**, en particular el desempeño económico de Brasil, la evolución de la crisis financiera y fiscal en los países europeos y los precios de las materias primas

de exportación.”

El gráfico siguiente muestra la relación entre el PBI de la construcción y el PBI de Argentina hasta 2016.

PBI Construcción/PBI Global hasta 2016



Fuente: propia

Costos proyectados:

- Costos de materia prima: se estimaron en un 21.4% sobre ventas (en línea con la historia) para todo el periodo de proyección.
- Costos de producción: Los gastos fueron estimados en su mayoría como un porcentaje sobre ventas en función de los ratios históricos. Las cargas sociales se calcularon como un porcentaje sobre sueldos, mientras que los costos considerados con un comportamiento fijo (como Gastos de Viaje, Gastos de oficina, Seguros, Alquileres) fueron proyectados en función de la inflación proyectada para cada período.
- Gastos administrativos: Algunos gastos (como Impuestos Tasas y Contribuciones y Gastos en Comunicaciones) fueron estimados como un porcentaje sobre ventas en función de los ratios históricos. Las cargas sociales se calcularon como un porcentaje sobre sueldos. Otros costos (como Gastos Generales, Asistencia Técnica, Otros Gastos en Personal, etc) se ajustaron en función a la inflación proyectada para cada período.
- Gastos de comercialización: Algunos gastos (como Impuestos Tasas y Contribuciones, Gastos en Comunicaciones, Comisiones, Gastos de Mantenimiento, Publicidad y Propaganda, y Transportes Fletes y Acarreos) fueron estimados como un porcentaje sobre ventas en

función de los ratios históricos. Las cargas sociales se calcularon como un porcentaje sobre sueldos. Otros costos (como Gastos Generales, Otros Gastos en Personal, Gastos en Materiales, Gastos en Sistemas, etc) se ajustaron en función a la inflación proyectada para cada período.

- Gastos de distribución: Algunos gastos (como Impuestos Tasas y contribuciones, Gastos en Comunicaciones, Gastos de Mantenimiento, Transportes Fletes y Acarreos) fueron estimados como un porcentaje sobre ventas en función de los ratios históricos. Las cargas sociales se calcularon como un porcentaje sobre sueldos. Otros costos (como Gastos Generales, Otros Gastos en Personal, Gastos en Materiales, Gastos en Sistemas, etc) se ajustaron en función a la inflación proyectada para cada período.

SUPUESTOS DE INVERSION

Con el fin de mantener la capacidad operativa de la compañía, durante los períodos proyectados estimamos una inversión igual a la amortización de cada año.

Holcim completó un plan de inversiones en activos fijos programado para el periodo 2007-2011. Las inversiones tuvieron como fin el mantenimiento de la capacidad productiva, el cuidado del medio ambiente, el aseguramiento de la matriz energética para la producción, y la realización de las expansiones necesarias para atender el crecimiento de la demanda. El plan también incluyó la puesta en marcha de la molienda de coque de petróleo para alimentar los hornos de las plantas de Malagueño y Yocsina y de una nueva molienda en la planta Capdeville durante el segundo semestre de 2011. En total la inversión significó una erogación de alrededor de 158 millones de dólares.

Holcim considera que el crecimiento de la demanda está vinculado con el de la economía tanto en el corto como en el mediano plazo. Como las inversiones de la empresa requieren una gran cantidad de recursos financieros y de tiempo para llevarlas a cabo, la empresa seguirá analizando las tendencias económicas locales y regionales, con el objeto de tomar las decisiones de inversión en el momento que considere más conveniente.

CAPITAL DE TRABAJO

El capital de trabajo fue proyectado en función de los días históricos.

Estimamos días de caja operativa, de cobros, de stocks, de pago a proveedores, de pago de cargas sociales y fiscales. En función de los días determinados, estimamos el capital de trabajo proyectado que sirvió de input al flujo de fondos y que constituye gran parte del estado de situación patrimonial proyectado.

SUPUESTOS
FINANCIEROS

Estimamos una deuda financiera de alrededor del 3.5% del activo en promedio para toda la proyección, asumiendo que la compañía mantendrá la estructura de financiamiento actual. Entendemos que, debido a que la empresa acaba de completar un plan de inversiones en activos fijos programado para el período 2007-2011, y por el momento no se conoce la existencia de un nuevo plan de inversiones, no será necesario incurrir en un endeudamiento muy importante.

IMPUESTOS

La tasa estimada del Impuesto a la Ganancias para el período proyectado, es del 35%. Esta tasa se aplica sobre la ganancia neta antes del impuesto.

FUENTES DE
INFORMACION

Holcim Argentina SA
www.holcim.com.ar

Holcim Ltd.
www.holcim.com

Damodaran, Aswath
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Instituto Nacional de Estadística INDEC
<http://www.indec.gov.ar/>

Asociación Nacional de Fabricantes de Hormigón
<http://www.afcp.org.ar/>

Instituto de Estadística y Registro de la Construcción
www.ieric.gov.ar

Orlando Ferreres y Asociados SA
www.ojf.com

<http://finance.yahoo.com/> y <http://www.bloomberg.com/>

Holcim Argentina S.A (JMIN)

BURKENROAD REPORTS LATIN AMERICA

Analysts:
Adrien Auger
Maricel Conti
David Lichte
Jose Perea

Investment Research Manager:
Veronica De Luisa

PERFORMANCE DEL PRECIO DE LAS ACCIONES

Figure 1: 5-year Stock
price performance



Fuente: Yahoo finance

El trabajo de análisis muestra que la acción de Holcim en el mercado está subvaluada. Le damos la clasificación de Market Outperform ya que esperamos que la acción registre un precio objetivo al 31/12/2013 de \$5.82. El precio de la acción de Holcim Argentina subiría un 71.17% respecto al valor de la acción al 6/12/2012. El valor de la compañía estimado mediante la metodología DCF a Diciembre de 2013 es de \$ 1,775 MM.

El Merval y particularmente la acción de Holcim Argentina, no tienen mucha liquidez debido al poco volumen de acciones que se venden por día.

Holcim (Argentina) SA es una subsidiaria del líder mundial de la fabricación y distribución del cemento suizo Holcim Ltd. La compañía argentina vende marcas propias de cemento, hormigón y pétreos, y posee 35% de market share.

TESIS DE INVERSION

Causas que explican la desaceleración de la economía argentina:

1. La desaceleración de la economía argentina acompañada por las trabas al tipo de cambio, afectarán las

1. Debidas a las políticas económicas aplicadas en el país:

- Alta inflación.
- Regulaciones cambiarias: las regulaciones cambiarias no permiten la realización de transacciones inmobiliarias en moneda extranjera, lo

toneladas de cemento vendidas en 2012. Se produce una recuperación en 2013.

que repercute directamente en la actividad del sector que se manejó siempre en dólares.

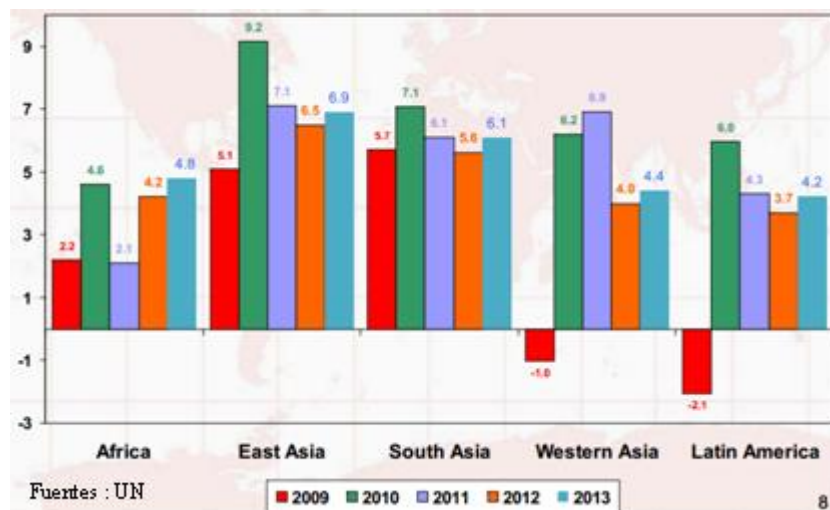
- Excesiva presión impositiva
- Altos costos laborales
- Creciente regulaciones en la economía: Además de las restricciones a la compra/venta de dólares, hay también restricciones a las importaciones de materia prima y de bienes intermedios empleados en el proceso productivo.
- Falta de seguridad jurídica

Todos estos puntos afectan al nivel de actividad de la economía argentina, influyendo por lo tanto, sobre las potenciales ventas de Holcim y sus ganancias.

2. Debidas a la situación mundial:

La desaceleración económica y la inestabilidad de la política interna en los dos primeros mercados mundiales, los Estados Unidos y Europa, influyen sobre la actividad global del resto del mundo. La crisis de la deuda Europea es la principal amenaza para la economía mundial, con la acumulación del desempleo, el difícil acceso al crédito y las políticas fiscales restrictivas. El estancamiento de la actividad y de los intercambios muestra que el resto del mundo también está sufriendo esta situación. Un indicador clave es la desaceleración significativa de China, con una baja de la demanda interna por reducción de la actividad que limita las importaciones del país. Como China es el primer país importador de productos de América Latina, esto tiene consecuencias importantes. Esta situación sumada a la baja actividad de Brasil, crea un efecto dominó de desaceleración económica global que alcanza a América Latina y por ende a la Argentina.

Variación del PBI por continente en el mundo de 2009 a 2014



Consecuencias de la coyuntura actual para la Argentina:

- no hay inversión
- el consumo se contrae
- no hay acceso al crédito internacional
- fuerte caída en el crecimiento en algunos sectores claves del país, como la industria automotriz y la construcción.
- caída en el intercambio comercial con Brasil.
- contexto de gran incertidumbre

Holcim: Año 2012 – 2013:

Siendo la actividad de Holcim la fabricación de cemento, la misma se halla afectada por la desaceleración de la economía y del sector de la construcción. Esto sumado a la falta de poder adquisitivo de los potenciales compradores de inmuebles, el alto stock de bienes raíces existente en mano de inversores, la falta de crédito y la alta inflación provocan una caída en el consumo de los insumos de la industria de la construcción.

Por todo esto proyectamos una disminución en el volumen de ventas de toneladas de cemento de Holcim para el año 2012 y una recuperación en 2013. Estimamos la recuperación en base al incremento proyectado para el PBI para el año 2013.

También basamos esta recuperación en un informe del FMI (World Economic Outlook – October 2012) según el cual la región de América Latina y el Caribe fortalecería su crecimiento en 2013, mejorando respecto al año 2012. El FMI prevé un crecimiento para la región de 4% en 2013.

2. Un aumento global de los costos, sumado a la baja en el volumen de ventas, impactaría negativamente en los márgenes de la empresa.

Como la inflación impulsa más los costos que los ingresos y el contexto es recesivo, se produce un descenso en el margen de Ebitda de la empresa y una caída en la rentabilidad para los periodos proyectados 2012-2014; previendo una recuperación de estos márgenes para los periodos 2015-2016.

Al tener Holcim importantes costos fijos, la caída en las toneladas de cemento vendidas hace disminuir el margen bruto y también su capacidad operativa. Como los costos fijos afectan los márgenes, la empresa tendrá un costo unitario en aumento a medida que las toneladas de cemento vendidas disminuyan.

Durante 2012, los costos han ido en aumento, especialmente los sueldos. Los convenios nacionales en el sector de la construcción establecieron en 2012 un incremento cercano a la inflación de 27%, esto según el AOMA (Asociación

BURKENROAD REPORTS LATIN AMERICA

Obrera Minera Argentina). Los impuestos nacionales que paga Holcim, no registraron cambios en sus tasas durante 2012. Los rubros energéticos, como el gas y la electricidad, generalmente aumentaron por inflación y por el corte de los subsidios realizado por gobierno. En cuanto a los gastos de transporte, según la FAEEAC (Federación Argentina de Entidades Empresarias del Autotransporte de Cargas), los precios del transporte se incrementaron debido al aumento del precio de los combustibles y del costo de la mano de obra.

Finalmente, al realizar un análisis comparativo de los balances cerrados en junio 2011 y junio 2012, se observa un importante aumento en los siguientes rubros de costos: costo de las mercaderías vendidas, gastos de comercialización y gastos de administración.

3. Mejora de la situación a partir de 2014.

Contexto internacional: Se espera que en 2014 mejore el contexto internacional, y que los países crezcan a tasas más altas que en 2012 y 2013. Se estima que China seguiría su desarrollo con un fuerte crecimiento debido a un fortalecimiento de la clase media. Europa y Estados Unidos, se estabilizarían y resolverían su problema de endeudamiento, creando un shock de consumo clave en su futuro crecimiento.

Contexto Regional: Los futuros proyectos de inversión en infraestructura de Brasil, vinculados a la organización de acontecimientos relevantes como los juegos olímpicos en 2016 y la copa del mundo en 2014, influirían sobre la economía regional, y beneficiarían a los países vecinos como Argentina (Brasil cuenta con un proyecto gubernamental de 50,000 millones de euros a desembolsar en 25 años cuyo objeto es la realización de inversiones en infraestructura, como autopistas, trenes etc)

Contexto Local: La situación en el contexto internacional y regional influiría positivamente en la economía del país que así seguiría la tendencia al alza.

Esto por lo siguiente: Argentina tiene una economía abierta, en el sentido de que se relaciona con otras economías del mundo. Su coeficiente de apertura era en 2010 del 38.8%, o sea las exportaciones e importaciones representaban el 38.8% de su PBI (el coeficiente de apertura mide cual es la importancia del comercio internacional para un país, y se calcula como: (Exportaciones + Importaciones)/PBI para un año determinado).

Además, las exportaciones de un país dependen positivamente de la renta y la producción de sus socios comerciales (y del precio relativo entre bienes nacionales y extranjeros).

Así, si la situación internacional mejora, esto repercutiría favorablemente en la Argentina, y en todas las actividades económicas que en ella se desarrollen.

Por estos motivos proyectamos unas ventas crecientes para Holcim en los años 2014 a 2016, y estimamos unos incrementos en volumen de ventas iguales a los aumentos del PBI proyectados para esos períodos.

4. Los puntos anteriores impactan en el precio final proyectado para la acción que es de \$ 5.82 al 31/12/2013, lo que representa un aumento del 71.17% del valor que tenía la acción al 6 de diciembre de 2012. El aumento de los costos y la disminución de los volúmenes vendidos son contrarrestados por un fuerte aumento de los precios debido a la inflación.

El precio proyectado de la acción de Holcim al 31/12/2013 es de \$5.82, lo que representa un aumento del 71.17 % del valor que tenía la acción al 06/12/2012, que era de \$3.40. El aumento de los costos y la disminución de los volúmenes vendidos son contrarrestados por un fuerte aumento de los precios debido a la inflación

OPORTUNIDADES

Absorber competidores pequeños.

Expandirse para lograr una mayor participación de mercado

Desarrollar canal minorista mediante e-commerce.

Inversiones para incrementar la capacidad productiva.

Se ha desarrollado un proyecto denominado "Pétreos", que consiste en una nueva unidad de negocios basada en la comercialización de triturados pétreos.

AMENAZAS

Aumento de costos por mayor inflación en áreas como sueldos, gas natural e impuestos sin posibilidad de traslado a precios de venta, entre otras, podría repercutir en los márgenes.

Desaceleración de la economía y caída de las inversiones inmobiliarias.

Ingreso de nuevos competidores o expansión de competidores existentes, que se traduciría en pérdida de market share.

Aplicación de regulaciones cambiarias, medida que disminuye significativamente la capacidad competitiva de la empresa.

VALUACION Obtuvimos un precio a 12 meses de AR\$ 5.82. Para llegar a este valor utilizamos el método Discounted Cash Flow (DCF).

MULTIPLICOS: Para comparar Holcim con otras empresas del mismo sector obtuvimos los múltiplos de P/E de yahoo.finance y Bloomberg al 06/12/2012:
Price/Earnings Per Share Argos (Colombia) 27.4567x, Holcim (Costa Rica) 18.1835x y Holcim (Argentina) 7.91x. No utilizamos estos métodos para la valuación de Holcim porque las empresas y los mercados no son exactamente comparables.

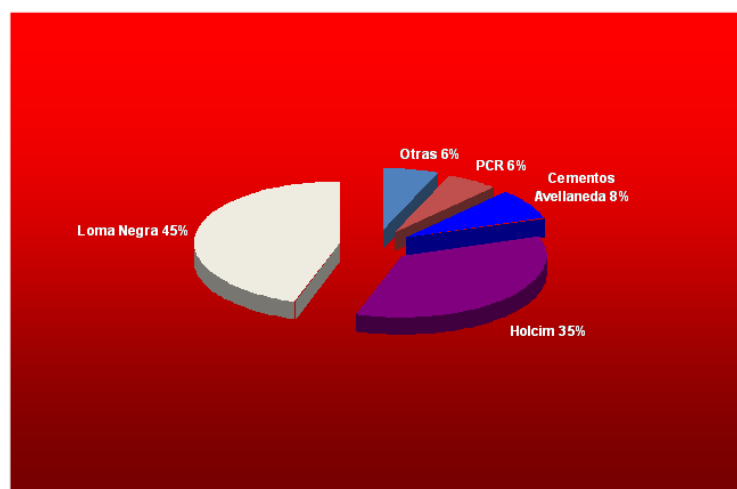
MULTIPLICOS: Price/Book Para comparar Holcim con otras empresas del sector cemento obtuvimos los múltiplos de Price/Book de yahoo.finance y Bloomberg al 06/12/2012:
Cemex (México) 0.88x, Argos (Colombia) 2.1861x, Holcim (Costa Rica) 3.7425x y Holcim (Argentina) 0.94x. No utilizamos estos métodos para la valuación de Holcim porque las empresas y los mercados no son exactamente comparables.

METODO DE FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS Para estimar el valor de mercado de la empresa, utilizamos el método del Flujo Futuro de Fondos Descontado. Llegamos a un valor para la compañía al 31/12/2013 de AR\$ 1,775 MM. Consideramos que este método es el más adecuado para la valuación de Holcim, ya que es el que mejor se ajusta a la realidad de la empresa.

ANALISIS DE LA INDUSTRIA

Holcim controla el 35% del mercado, Loma Negra es líder en la industria controlando aproximadamente el 45% del mercado domestico. El restante mercado se divide entre Cementos Avellaneda, PCR y otras pequeñas empresas.

Market share de las empresas del sector cemento.



Fuente: propia

ROL DEL GOBIERNO	<p>El gobierno apoya a la industria ya que ésta dinamiza la economía generando empleos directos e indirectos.</p> <p>En algunos casos este toma un rol protagónico fiscalizando y multando a empresas que no respeten los marcos de competencia perfecta, sin embargo este mercado en particular es de naturaleza oligopólica, dadas las barreras de entrada y salida, que básicamente se dan por la gran inversión requerida.</p> <p>Para el caso específico de Holcim, el estado posee participación en la empresa a través de la Anses.</p>
PROVEEDORES	<p>El poder de los proveedores es muy bajo debido a que su principal materia prima proviene de sus propias canteras.</p>
PRODUCTOS SUBSTITUTOS	<p>En esta industria no se encuentran productos sustitutos directos, se podría considerar como un sustituto el uso de otros métodos de construcción que no requieran o reduzcan el uso del cemento como puede ser el uso de madera, entre otros.</p>
PODER DE LOS COMPRADORES	<p>Al ser una industria oligopólica, los compradores no tienen prácticamente poder. La oferta está limitada prácticamente por 4 empresas que establecen sus propias condiciones, limitando la diversidad de opciones de los compradores.</p>

FACTORES CLAVE DE EXITO

Como factores claves de éxito identificamos los siguientes:

Recursos Humanos: personal ejecutivo y técnicos altamente capacitados, en constante proceso de mejora continua.

Logística y distribución: plantas estratégicamente ubicadas y redes de distribuidores cubriendo el 75% del territorio nacional.

Precio/Calidad: la calidad percibida por el cliente es satisfactoria en relación al precio pagado.

Eficiencia Operativa: optimización de costos operativos sobre volúmenes vendidos.

Responsabilidad social empresarial: desarrollo medioambiental sustentable y compromiso con la comunidad.

COMPETIDORES

Loma Negra

Propiedad del grupo empresarial brasileño Camargo Correa. Comenzó su actividad en 1926, e instaló su primera planta en Buenos Aires dos años más tarde. Posee 8 fábricas de cemento en el territorio nacional, 4 centros de distribución y acopio y 4 plantas de hormigón, que le permiten una capacidad de producción de 7 millones de toneladas, con fuerte presencia en el territorio nacional.

Cementos Avellaneda

Forma parte del Grupo Empresarial Internacional Cementero Molins / Uniland. Comenzó sus actividades en 1919. Posee dos plantas de cemento dentro de la provincia de Buenos Aires y una de hormigón, con una capacidad de producción de 2,3 millones de toneladas.

Petroquímica Comodoro Rivadavia (PCR)

Inició sus operaciones en 1921, actualmente es una empresa privada argentina dedicada principalmente a la producción y distribución de materiales para la construcción (cementos, etc) y a la exploración y producción de hidrocarburos (petróleo y gas). Cuenta con una planta en la provincia de Santa Cruz.

DESCRIPCION DE LA EMPRESA

Holcim Argentina produce y comercializa cemento, hormigón y pétreos. Empezó sus actividades en 1930 con la instalación de su primera planta en la provincia de Córdoba. Sus plantas están localizadas en Buenos Aires, Córdoba, Mendoza y Jujuy. El grupo Minetti cambió su de nominación social en 2012 por la de Holcim Argentina. Es una subsidiaria del grupo suizo Holcim.

PRODUCTOS

TIPO DE CEMENTO	Cementos de Uso General - IRAM 50000	Cemento Pórtland Compuesto
		Cemento Pórtland con Filler Calcáreo
		Cemento Pórtland Puzolánico
		Cemento Pórtland Normal
	Cementos con Propiedades Especiales - IRAM 50001	Cemento Pórtland Normal Altamente Resistente a los Sulfatos.
		Cemento Pórtland Puzolánico Altamente Resistente a los Sulfatos
		Cemento Pórtland Puzolánico Altamente Resistente a los Sulfatos, Resistente a la Reacción Alkali y de Bajo Calor de Hidratación.
		Cemento Pórtland con Filler Calcáreo Altamente Resistente a los Sulfatos
		Rellenos de densidad controlada
		Cemento de alto horno
TIPO DE HORMIGONES	Hormigones estándar	
	Hormigones para aplicaciones viales	
	Hormigones especiales	
	Hormigones para rellenos de densidad controlada	
	Hormigones Autocompactantes	
TIPO DE PETREOS	Arena de trituración 0/6	
	Piedra triturada 6/19	

ESTRATEGIA

Maximizar el uso de la capacidad instalada.

Mantener el market Share con mecanismos tales como la inversión en fidelización de clientes existentes e inversión en marketing para captación de nuevos clientes.

Adquirir competidores y empresas complementarias, empezando por los más pequeños para ganar paso a paso presencia en el mercado.

Afianzar y especializar los call centers para agilizar la atención en las áreas de ventas y de atención al cliente.

COMERCIALIZACION

Fábricas, Moliendas, Centros de Distribución y Oficinas Comerciales estratégicamente ubicados, brindan cobertura al 75% del territorio nacional y al 90% de las áreas con índices de mayor consumo de cementos y hormigones en Argentina.

Presencia nacional



Fuente: www.holcim.com.ar

La comercialización se pretende mantener canalizada por medio de los centros de distribución propios, ubicados en las 2 principales zonas de producción y del centro de acopio y comercialización en Buenos Aires. Además de los 500 puntos de venta a nivel nacional, Holcim Argentina se convierte en una de las cadenas de comercialización más importantes de Argentina y en la más grande en el rubro del cemento.

BURKENROAD REPORTS LATIN AMERICA

Centro de Distribución Rosario (Rosario, Santa Fe).
Centro de Distribución Tucumán (San Miguel de Tucumán, Tucumán).
Centro de Distribución Resistencia (Resistencia, Chaco).
Centro de Distribución Burzaco (*) (Burzaco, Buenos Aires).

GERENCIA

Equipo gerencial de Holcim:

Gerente General Corporativo: José Cantillana Ibarrola.
Gerente Corporativo Operaciones Cemento: Guillermo Rafael Brusco.
Gerente Corporativo Recursos Humanos: Aldo Fabian Mascacaretti.
Gerente Corporativo comercial: Manuel Sirtori Caparoso
Gerente Corporativo de Finanzas y Administración: Henry Dario Rathgeb
Gerencia Corporativa de Auditoría Interna: Ruden Ricardo Urfer

DIRECTORES

Directores de Holcim (Argentina) S.A.

Presidente:

Dr. Juan Javier Negri

Vicepresidente:

Lic. José Cantillana Ibarrola

Titulares:

Lic.en Econ. y Adm. de E. Henry Darío Rathgeb

Ing. Ubaldo José Aguirre

Lic. Diego Carlos Tomás Yofre

Ing. Demetrio Raúl Brusco

C.P.N. Fernando Javier Fraguío

Suplentes:

Dr. Federico Busso

Lic. Andreas Leu

Ing. Eduardo Guillermo Kretschmer Castañeda

Dr. Jorge González

Dr. Pedro Dámaso Labaqui Palacio

Ing. Louis Beauchemin

C.P.N. Juan Alberto Cancio

Comisión Fiscalizadora de Holcim (Argentina) S.A.

Titulares:

C.P.N. José Francisco Piccinna

C.P.N. Osvaldo Héctor Bort

C.P.N. Raúl Alberto Chaparro

Suplentes:

C.P.N. Graciela Elvira Pio

C.P.N. Enrique Francisco Cafisi

C.P.N. Tomás Martínez Tagle

Comité de Auditoría de Holcim (Argentina) S.A.

Titulares:

Lic. Diego Carlos Tomás Yofre

Ing. Ubaldo José Aguirre

Dr. Juan Javier Negri

Suplentes:

Dr. Pedro Dámaso Labaqui Palacio

Cr. Jorge González

Dr. Federico Busso

ANALISIS DE LOS ACCIONISTAS

Cementos Holcim, Hormigones Holcim, Pétreos Holcim y Red Holcim, son marcas registradas, propiedad de Holcim Argentina S.A. sociedad anónima abierta, cuyas acciones cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). La estructura accionaria de la Sociedad está integrada por: Holcim Ltd., con 79.61% de las acciones; la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES), con 11.31% y accionistas minoritarios con 9.80%. Holcim Argentina S.A. cuenta con una empresa subsidiaria: Ecoblend S.A., que se especializa en servicios ambientales y preparación de combustibles alternativos para su co-procesamiento en sus hornos de cemento.

RIESGOS DE LA INVERSION

- Fuerte correlación con el crecimiento económico del país
- La entrada de nuevos competidores.
- Regulaciones gubernamentales.
- La inflación que encarece los costos y repercute en los márgenes de no ser posible el traslado a precios de venta
- La posibilidad de incrementos en el costo de la energía que Holcim utiliza, ya que el gobierno importa parte del petróleo y gas que se consume en el país pagando precios internacionales
- El riesgo de liquidez sobre el mercado, está dado por el escaso número de acciones de Holcim Argentina que se comercializan por día.

DESEMPEÑO
HISTORICO Y
PROYECCIONES

Entre 2007 y 2009, las ventas en volumen de cemento siguieron una tendencia hacia la baja. El mercado inmobiliario y por consiguiente Holcim Argentina se vieron afectados por esta situación. Con posterioridad a 2009, la actividad de la empresa cambió, los volúmenes de cemento vendidos aumentaron de nuevo siguiendo el aumento global de la economía y de la actividad de la construcción en la Argentina. Al mismo tiempo las ventas se incrementaron entre un 16% y 21%. Podemos suponer que una parte del aumento se debió a la inflación y la otra al incremento de los beneficios directos por el mejor desempeño de la empresa (efecto sobre el volumen de las ventas).

Durante el periodo 2007 – 2011 el margen bruto fue de alrededor del 40%. El margen de EBITDA de los años 2008 -2011 fue del 21/25%. En cuanto al margen neto, este mostró un crecimiento yendo de un 3.89% en 2007 a un casi 13% en 2011. Así la empresa fue generando cada vez más beneficios por un aumento en las ventas y un mejor control de los gastos y resultados financieros.

En el periodo 2008 - 2009, se pasó de una pérdida a una ganancia importante, con un mejor control de los costos variables y, por lo tanto, un margen bruto más alto.

Las principales variables analizadas para las proyecciones de ventas de los periodos 2012-2016 fueron:

- El Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC)
- El PBI y su variación
- El PBI de la construcción y su variación.
- La inflación

SUPUESTOS
OPERATIVOS

Ventas proyectadas:

En 2012 según un análisis de la Asociación de Fabricantes de Cemento Pórtland, las ventas de cemento (en toneladas) caerán. El balance de la empresa al 30 de junio de 2012 muestra el mismo descenso en las toneladas de cemento vendidas. Por eso se sigue esta tendencia y se proyecta una caída del 11% en las cantidades vendidas de Holcim en 2012.

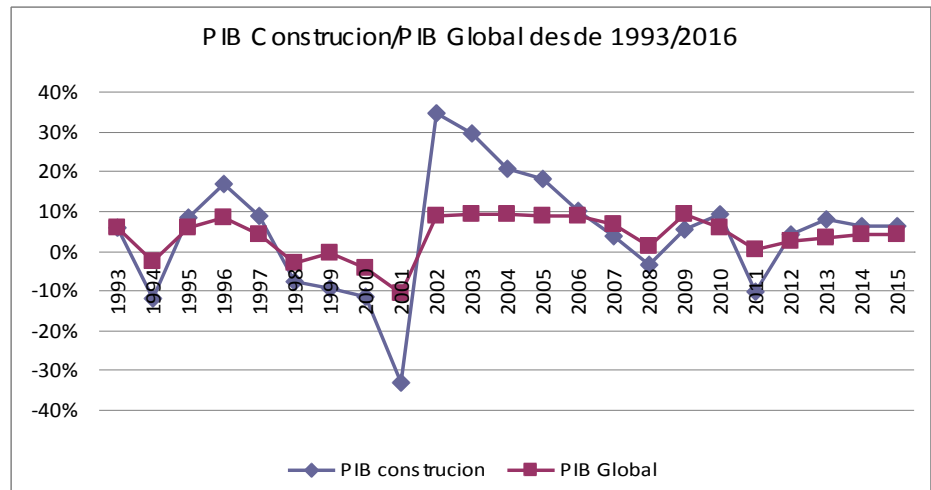
La proyección de toneladas de cemento vendidas para el período 2013 a 2016, se ajustó conforme al incremento experimentado por el PBI proyectado para el mismo periodo. En cuanto al precio de la tonelada de cemento, lo estimamos en función de la inflación esperada para los periodos proyectados.

El **balance de Holcim al 31/12/2011**, en su Memoria dice: “La sociedad considera que **el ritmo de crecimiento de la demanda estará vinculado con la senda de crecimiento de la economía argentina** en el corto y sobre todo en el mediano plazo. ... **El contexto internacional será un elemento muy importante para las perspectivas de crecimiento económico del país**, en particular el desempeño económico de Brasil, la evolución de la crisis financiera y fiscal en los países europeos y los precios de las materias primas

de exportación.”

El gráfico siguiente muestra la relación entre el PBI de la construcción y el PBI de Argentina hasta 2016.

PBI Construcción/PBI Global hasta 2016



Fuente: propia

Costos proyectados:

- Costos de materia prima: se estimaron en un 21.4% sobre ventas (en línea con la historia) para todo el periodo de proyección.
- Costos de producción: Los gastos fueron estimados en su mayoría como un porcentaje sobre ventas en función de los ratios históricos. Las cargas sociales se calcularon como un porcentaje sobre sueldos, mientras que los costos considerados con un comportamiento fijo (como Gastos de Viaje, Gastos de oficina, Seguros, Alquileres) fueron proyectados en función de la inflación proyectada para cada período.
- Gastos administrativos: Algunos gastos (como Impuestos Tasas y Contribuciones y Gastos en Comunicaciones) fueron estimados como un porcentaje sobre ventas en función de los ratios históricos. Las cargas sociales se calcularon como un porcentaje sobre sueldos. Otros costos (como Gastos Generales, Asistencia Técnica, Otros Gastos en Personal, etc) se ajustaron en función a la inflación proyectada para cada período.
- Gastos de comercialización: Algunos gastos (como Impuestos Tasas y Contribuciones, Gastos en Comunicaciones, Comisiones, Gastos de Mantenimiento, Publicidad y Propaganda, y Transportes Fletes y Acarreos) fueron estimados como un porcentaje sobre ventas en

función de los ratios históricos. Las cargas sociales se calcularon como un porcentaje sobre sueldos. Otros costos (como Gastos Generales, Otros Gastos en Personal, Gastos en Materiales, Gastos en Sistemas, etc) se ajustaron en función a la inflación proyectada para cada período.

- Gastos de distribución: Algunos gastos (como Impuestos Tasas y contribuciones, Gastos en Comunicaciones, Gastos de Mantenimiento, Transportes Fletes y Acarreos) fueron estimados como un porcentaje sobre ventas en función de los ratios históricos. Las cargas sociales se calcularon como un porcentaje sobre sueldos. Otros costos (como Gastos Generales, Otros Gastos en Personal, Gastos en Materiales, Gastos en Sistemas, etc) se ajustaron en función a la inflación proyectada para cada período.

SUPUESTOS DE INVERSION

Con el fin de mantener la capacidad operativa de la compañía, durante los períodos proyectados estimamos una inversión igual a la amortización de cada año.

Holcim completó un plan de inversiones en activos fijos programado para el periodo 2007-2011. Las inversiones tuvieron como fin el mantenimiento de la capacidad productiva, el cuidado del medio ambiente, el aseguramiento de la matriz energética para la producción, y la realización de las expansiones necesarias para atender el crecimiento de la demanda. El plan también incluyó la puesta en marcha de la molienda de coque de petróleo para alimentar los hornos de las plantas de Malagueño y Yocsina y de una nueva molienda en la planta Capdeville durante el segundo semestre de 2011. En total la inversión significó una erogación de alrededor de 158 millones de dólares.

Holcim considera que el crecimiento de la demanda está vinculado con el de la economía tanto en el corto como en el mediano plazo. Como las inversiones de la empresa requieren una gran cantidad de recursos financieros y de tiempo para llevarlas a cabo, la empresa seguirá analizando las tendencias económicas locales y regionales, con el objeto de tomar las decisiones de inversión en el momento que considere más conveniente.

CAPITAL DE TRABAJO

El capital de trabajo fue proyectado en función de los días históricos.

Estimamos días de caja operativa, de cobros, de stocks, de pago a proveedores, de pago de cargas sociales y fiscales. En función de los días determinados, estimamos el capital de trabajo proyectado que sirvió de input al flujo de fondos y que constituye gran parte del estado de situación patrimonial proyectado.

SUPUESTOS
FINANCIEROS

Estimamos una deuda financiera de alrededor del 3.5% del activo en promedio para toda la proyección, asumiendo que la compañía mantendrá la estructura de financiamiento actual. Entendemos que, debido a que la empresa acaba de completar un plan de inversiones en activos fijos programado para el período 2007-2011, y por el momento no se conoce la existencia de un nuevo plan de inversiones, no será necesario incurrir en un endeudamiento muy importante.

IMPUESTOS

La tasa estimada del Impuesto a la Ganancias para el período proyectado, es del 35%. Esta tasa se aplica sobre la ganancia neta antes del impuesto.

FUENTES DE
INFORMACION

Holcim Argentina SA
www.holcim.com.ar

Holcim Ltd.
www.holcim.com

Damodaran, Aswath
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Instituto Nacional de Estadística INDEC
<http://www.indec.gov.ar/>

Asociación Nacional de Fabricantes de Hormigón
<http://www.afcp.org.ar/>

Instituto de Estadística y Registro de la Construcción
www.ieric.gov.ar

Orlando Ferreres y Asociados SA
www.ojf.com

<http://finance.yahoo.com/> y <http://www.bloomberg.com/>

Holcim (Argentina) S.A. (JMIN)

BURKENROAD REPORTS LATIN AMERICA

BALANCE CONSOLIDADO HISTORICO Y PROYECTADO

en millones de pesos argentinos

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Total Activo	1,675	1,629	1,626	1,827	2,133	2,532	3,020	3,536
Activo corriente	391	359	371	572	878	1,277	1,765	2,280
Caja y bancos	71	32	69	80	104	133	164	188
Inversiones temporarias	67	78	3	155	335	579	896	1,271
Creditos por ventas	100	129	133	150	196	252	314	366
Otros creditos	17	13	22	25	32	41	52	60
Bienes de cambio	136	105	144	161	211	272	339	395
Activo No Corriente	1,284	1,271	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
Bienes de cambio	14	16	16	16	16	16	16	16
Otros creditos	1	4	2	2	2	2	2	2
Otros activos	1	1	1	1	1	1	1	1
Bienes de uso	1,268	1,250	1,236	1,236	1,236	1,236	1,236	1,236
Total Pasivo + PN (incluye part. de terceros)	1,675	1,629	1,626	1,827	2,133	2,532	3,020	3,536
Total Pasivo	722	666	648	731	899	1,099	1,312	1,477
Pasivo corriente	432	464	482	526	680	867	1,068	1,229
Cuentas por pagar	197	242	290	333	433	554	686	793
Prestamos	75	84	29					
Remuneraciones y cargas sociales	47	52	71	89	114	142	170	191
Cargas fiscales	56	56	67	75	98	126	157	183
Anticipos de clientes	24	28	21	23	31	39	49	57
Otros pasivos corrientes	32	3	5	5	5	5	5	5
Pasivo No corriente	290	202	166	205	219	233	244	247
Prestamos	113	24	9	48	62	76	87	91
Previsiones	104	116	25	25	25	25	25	25
Cargas fiscales	0	0						
Otros pasivos nc	73	62	132	132	132	132	132	132
Participacion de terceros en sociedades controladas	0	1	1	1	1	1	1	1
Patrimonio Neto	953	963	977	1,095	1,234	1,432	1,708	2,059

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO HISTORICO Y PROYECTADO

En millones de pesos argentinos

Periodo	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Ventas	1,285	1,541	1,871	2,101	2,746	3,535	4,411	5,140
Costo de mercaderias vendidas	-729	-946	-1,103	-1,285	-1,666	-2,123	-2,615	-3,009
Utilidad Bruta	556	594	768	816	1,080	1,412	1,796	2,131
<i>margen Bruto</i>	43%	39%	41%	39%	39%	40%	41%	41%
Gastos de administracion	-52	-54	-75	-94	-119	-149	-179	-201
Gastos de comercializacion	-50	-62	-81	-97	-124	-158	-193	-220
Gastos de distribucion	-133	-159	-224	-253	-327	-417	-512	-588
EBITDA	321	319	390	373	509	689	912	1,122
<i>margen Ebitda</i>	25%	21%	21%	18%	19%	19%	21%	22%
Amortizacion y Depreciacion	-92	-81	-88	-104	-121	-137	-153	-169
EBIT	230	238	302	269	389	552	759	953
<i>margen Ebit</i>	18%	15%	16%	13%	14%	16%	17%	19%
Intereses generados por activos	3	3	5					
Intereses generados por pasivos	-31	-21	-13	-16	-21	-25	-27	-23
EBT	202	220	293	253	367	527	732	930
Resultados financieros y por tenencia								
<i>Generados por activos</i>	-3	0	-45					
<i>Generados por pasivos</i>	-61	-22	-18					
<i>Reverso de prevision para contingencias</i>			100					
<i>Otros ingresos y egresos netos</i>	-4	-5	-18					
<i>Resultado de inversiones en entes relacionados</i>	0							
Utilidad antes de impuesto a las ganancias	135	193	311	253	367	527	732	930
Impuesto a las ganancias	-65	-72	-75	-88	-128	-184	-256	-325
Utilidad Ordinaria (incluye participacion no controlante)	69	122	236	164	239	342	476	605

ESTIMACION DEL VALOR DE LA EMPRESA

Estimacion del valor en pesos - (FCF)

Periodos de descuento

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	
FCF (Nominal)		198,423,234.9	280,133,961.1	390,004,899.0	523,370,372.0	639,675,482.0
FF (discounted)	629,392,039.9	136,783,107.0	130,797,388.4	125,760,721.8	121,445,609.1	114,605,213.5
g =	4%					
TV						2,607,096,739.27
Discounted TV	467,091,340.66					467,091,340.66
FCF + TV	1,096,483,380.5					
Valor de la compañía						

(+) Non operating assets 2,741,624.0
 (-) Financial debt -38,070,264.00

Equity Value 1,061,154,740.52

VL	1,096,483,380.5	1,392,180,927.8	1,775,294,227.1	2,180,560,707.0	2,506,823,787.8	2,607,096,739.3
D/(D+E)	3.47%	3.47%	3.47%	3.47%	3.47%	3.47%
Debt (mq)	38,070,264.00	48,336,980.20	61,638,800.10	75,709,785.72	87,037,747.31	90,519,257.20
(+) Non operating assets	2,741,624.00	155,394,642.17	334,828,608.60	578,807,161.58	896,331,670.97	1,270,849,985.38
Equity Value	1,061,154,740.52	1,499,238,589.81	2,048,484,035.58	2,683,658,082.87	3,316,117,711.43	3,787,427,467.45

Cantidad de Acciones 352,056,899.00

Valor por acción

Estimacion del valor en pesos - (CCF)

Periodos de descuento

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	
CCF (Nominal)		203,935,429.6	287,561,089.2	398,872,859.5	532,743,822.8	647,623,297.3
FF (discounted)	636,826,145.8	140,097,436.0	133,319,764.0	127,275,524.8	121,950,955.3	114,182,465.7
g =	4%					
TV						2,607,096,739.27
Discounted TV	459,657,234.7					459,657,234.69
FFC + TV	1,096,483,380.5					
Valor de la compañía	1,096,483,381					

(+) Activos No operativos 2,741,624.0
 (-) Deuda Financiera -38,070,264.00

Equity Value 1,061,154,740.52

Estimacion del valor en pesos - (ECF)

Periodos de descuento

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	
ECF (Nominal)		198,453,018.2	279,642,543.1	387,606,815.0	517,290,496.2	628,396,763.4
FF (discounted)	617,009,608.9	136,189,905.1	129,379,976.3	123,296,550.5	117,923,429.1	110,219,747.9
g =	4%					
TV						2,516,577,482.07
Discounted TV	441,403,507.6					441,403,507.64
FFC + TV	1,058,413,116.5					
Equity Value	1,058,413,116.5					

(+) Non operating Assets 2,741,624.0

Equity Value 1,061,154,740.5

(-) Non operating Assets (2,741,624.0)
 (+) Financial Debt 38,070,264.0

Valor de la compañía 1,096,483,381

ESTIMACION DEL VALOR DE LA EMPRESA

Estimacion del valor en pesos - (APV)

Períodos de descuento		1	2	3	4	5
Concepto		2012	2013	2014	2015	2016
FCF (Nominal)		198,423,234.9	280,133,961.1	390,004,899.0	523,370,372.0	639,675,482.0
FF (discounted)	622,576,886.1	136,262,381.6	129,784,272.6	124,313,503.3	119,635,397.1	112,581,331.5
g =	4%					
TV						2,570,518,376.05
Discounted TV	452,404,992.29					452,404,992.29
FFC + TV	1,074,981,878.4					
Valor de la compañía (u)	1,074,981,878.4					
Vu	1,074,981,878.4	1,366,949,242.3	1,746,053,077.8	2,147,842,494.1	2,471,652,284.7	2,570,518,376.1
Tax Shield (Nominal)		6,078,479.1	8,159,006.3	9,783,115.0	10,451,855.8	9,102,553.9
Tax Shield (discounted)	15,063,799.0	4,174,249.2	3,780,015.5	3,118,353.9	2,389,153.0	1,602,027.4
Terminal Value						
Discounted TV	6,437,703.1					36,578,363.22
TS + TV	21,501,502.1					6,437,703.10
Tax Shield Value	21,501,502.1					
Valor de la compañía (levered)	1,096,483,381	1,096,483,380.5	1,096,483,380.5	1,096,483,380.5		
(+) Non operating Assets	2,741,624.0					
(-) Financial Debt	-38,070,264.00					
Equity Value	1,061,154,740.52					

Holcim Argentina S.A (JMIN)

BURKENROAD REPORTS LATIN AMERICA

Holcim Argentina S.A (JMIN)

BURKENROAD REPORTS LATIN AMERICA
30/10/2012

