

Escuela de Negocios

Tipo de documento: Tesis de maestría



Maestría en Finanzas

Valuación de empresas: El IPO de Loma Negra C.I.A.S.A.

Autoría: Mayochi, Mariana

Año: 2020

¿Cómo citar este trabajo?

Mayochi, M. (2020). "*Valuación de empresas: El IPO de Loma Negra C.I.A.S.A.*". [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella].

Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella.

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/14315>

El presente documento se encuentra alojado en el **Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella** bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 4.0 Internacional
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>



UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2020

Alumna: Mariana Mayochi

Tutor: Julio César Fermo

Valuación de empresas:

El IPO de Loma Negra C.I.A.S.A.

Índice

<i>Abstract</i>	3
Sección 1. La valuación de Loma Negra C.I.A.S.A.....	4
1.1. Reporte de <i>Research</i>	4
Resumen de la inversión	5
Estado Actual	6
Descripción del Negocio	7
Industria y Posición Competitiva	9
Contexto Macroeconómico y Político.....	9
Análisis Financiero	13
Valuación	19
Valuación Relativa	23
Riesgos al precio target	23
Escenarios: <i>bear</i> , base y <i>bull</i>	25
Riesgos de Inversión	26
Gobierno Corporativo	29
1.2. Anexos	31
Directorio de LOMA.....	31
Principales Ejecutivos	32
Análisis de las 5 fuerzas de Porter	33
Análisis FODA.....	35
Estado de Resultados escenario Base.....	37
Balance escenario Base	38
Cash Flow escenario Base.....	39
Sección 2. <i>IPO</i> : Marco teórico y caso de estudio.....	40
2.1. Qué es un <i>IPO</i>	40
Cómo se define y cómo lograr un <i>IPO</i> exitoso	44
2.2. Caso de estudio: Loma Negra C.I.A.S.A.	46

El contexto: <i>Timing</i> y mercado argentino	46
El colocador	49
La oferta: Float y Greenshoe Option.....	52
Dual Listing	54
Uso de los fondos.....	56
<i>IPO</i> discount	61
Analistas de <i>research</i>	64
2.3. Conclusiones	67
Sección 3. Presentación	70
Bibliografía.....	89

Abstract

El presente Trabajo Final, correspondiente a la Maestría en Finanzas, sigue el formato de “Tesina CFA Research Challenge” aprobado oportunamente por la Dirección de la Maestría, y se basa en el reporte presentado en la competencia *CFA Research Challenge*, edición 2018. Se trata de la valuación de Loma Negra Compañía Industrial Argentina S.A. En la primera sección de este trabajo se incluye dicho reporte y, en la tercera, la presentación preparada para la final local de la competencia. En la segunda sección nos enfocaremos en la oferta pública inicial de la compañía. A través de la bibliografía pertinente, estudiaremos qué es un *IPO* y cómo evaluarlo, para lo que seleccionamos dos series de métricas. Por empezar, listamos las claves que colaboran en la consecución de una oferta pública inicial exitosa, éstas son:

- Una *equity story* atractiva
- La elección del *timing*
- La elección de socios adecuados
- La determinación del precio de salida al mercado
- El tamaño y la estructura de la oferta
- La consideración del *IPO* como el comienzo de una nueva etapa de la compañía

A continuación, nos apoyamos en tres métricas para evaluar ex-post si la oferta fue o no exitosa:

- ✓ Capital recaudado
- ✓ Retorno del precio de la acción
- ✓ Valuación y demanda de la oferta

A partir del marco teórico, analizaremos el *IPO* de Loma Negra utilizando estos criterios para ofrecer una conclusión sobre su éxito desde el punto de vista tanto de la compañía como del inversor.

Sección 1. La valuación de Loma Negra C.I.A.S.A.

1.1. Reporte de *Research*

Valuación al 02 de noviembre de 2018

Loma Negra Compañía Industrial Argentina S.A. (LOMA) es la compañía líder en la industria de cemento en Argentina, con un *market share* del 45.3%. Se dedica a la producción y distribución de cemento, cemento de albañilería, agregados, hormigón y cal, todos ellos productos utilizados principalmente en la construcción.



Gráfico I. Evolución del precio del ADR del IPO a hoy. Fuente: Reuters.

Perfil de mercado a 02 Nov de 2018	
Precio de cierre (USD)	10,62
Cantidad de acciones (totales de la empresa)	596 MM
Free Float	288 MM
Máx/Min en 52 semanas (USD)	26,89/6,36
Volumen diario operado promedio (USD)	683.400
Capitalización de mercado (USD)	1.203.249.889
EV/EBITDA	8,70 X
Beta	1,02/1,05
Valor de la empresa (USD)	1.399.239.842

Tabla I. Perfil del Mercado. Fuente: Yahoo Finance y elaboración propia.

Resumen de la inversión

Emitimos una **recomendación de compra para LOMA con un precio objetivo de 14,09 dólares por ADR** para los próximos 12 meses, lo que representa un aumento en el precio de 32,6% desde el cierre del 02 de noviembre de 2018 a 10,66 dólares. Nuestra valuación está constituida por una combinación del método de Flujo de fondos libres descontados (*discounted free cashflow to the firm model*) –valuación intrínseca con una ponderación del 70%- y del análisis por múltiplo de EV/EBITDA –valuación por comparables con una ponderación del 30%.

Valuación		
Metodología	Ponderación	Precio (USD)
FCFF	70%	13,58
EV/EBITDA	30%	15,27
Precio objetivo (USD)	-	14,09
Retorno	-	32,7%

Tabla II. Resumen de la metodología de valuación. Fuente: elaboración propia.

Nuestra recomendación se asienta sobre tres pilares: (1) la fortaleza de la posición competitiva de LOMA, (2) las expectativas de que la industria de la construcción en Argentina crezca a una tasa sostenida en el mediano plazo y (3) la cotización a descuento del ADR de LOMA en relación con empresas comparables.

- **La sólida posición competitiva de LOMA.** La fortaleza de la posición competitiva de la empresa se sostiene en el *market share* de 45,3% que despliega a nivel nacional, que evidencia su posición de liderazgo en el mercado. A su vez, mantiene una distancia considerable -de al menos 20 puntos porcentuales- del resto de las compañías del sector. Esta firmeza le permite a LOMA conseguir un margen de EBITDA promedio de 30% mediante el *pass-through* de inflación y devaluación a precios y mitigar los impactos de la volatilidad del escenario macroeconómico. Además, LOMA puede captar cualquier excedente de demanda de cemento gracias a su capacidad de producción y distribución en todo el país.

- **La luz al final del túnel: expectativas de un crecimiento sostenible de la industria de la construcción en Argentina.** Es posible comprobar, a través de un análisis histórico, que uno de los principales impulsores y aliados de la recuperación económica en épocas de crisis es la industria de la construcción. Esto se evidencia al analizar métricas de actividad y PBI. A su vez, el desarrollo de dicha industria es una herramienta con la que cuenta el gobierno -a partir de las partidas presupuestarias para la obra pública, por ejemplo- para combatir el desempleo. Finalmente, es pertinente considerar el déficit de vivienda e infraestructura del país en comparación con sus pares regionales. Creemos que todo esto favorecerá la recuperación de la industria.

- **Es tiempo de comprar.** La debacle de -57% YTD que sufrió el ADR de LOMA como consecuencia de un escenario macroeconómico debilitado dejó a la compañía cotizando con un descuento en comparación a sus pares. Al tratarse de una firma de primer nivel y con alcance nacional, creemos que hay razones –tanto propias de la empresa como del contexto global- para tener una perspectiva optimista sobre el futuro de la compañía y su valuación.

Estado Actual

Elevándose alto. LOMA funcionó como una empresa privada hasta su salida a Bolsa el 1 de noviembre de 2017. La oferta pública inicial recaudó más de mil millones de dólares: la cifra más alta para una empresa argentina desde la salida a Bolsa de YPF en 1993.

El recorrido de la acción. Desde su salida a Bolsa y hasta mayo de 2018, el rendimiento de LOMA estuvo alineado con el Índice Merval. Los precios subieron hasta enero, mes en que comenzó el *selloff* a nivel global que impactó a los activos argentinos. Tanto el índice como LOMA se vieron afectados y comenzaron a caer en paralelo hasta el 04 de mayo de 2018, cuando se desacoplaron: la causa de la ruptura fue el anuncio del Banco Central acerca de la disminución del objetivo primario de déficit fiscal. Como se muestra en el *gráfico II*, las acciones de LOMA y Holcim (HARG.BA) se desplomaron por la expectativa de un nuevo recorte en el gasto público para infraestructura.

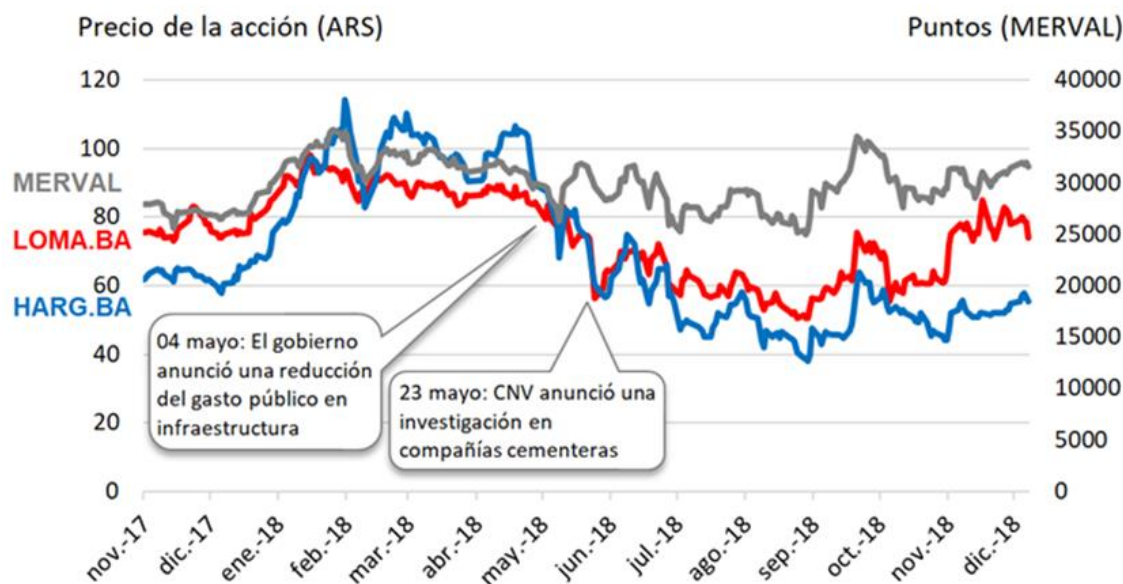


Gráfico II. LOMA, Holcim, Merval. Fuente: Reuters.

Evaluamos la posibilidad de que el impacto hubiera sido causado por la publicación de la demanda contra LOMA en Nueva York (junio de 2018), pero esta hipótesis fue descartada ya que las acciones de Holcim siguieron el mismo camino, aún sin tener un procedimiento legal en su contra. Desde la primera semana de octubre, LOMA ha tenido un mejor desempeño que Holcim, lo que suponemos es una consecuencia de las elecciones en Brasil. La victoria de Bolsonaro ha sido leída como una señal prometedora para el mercado, y dicho impacto alcanzó las perspectivas para el *holding* de la compañía.

Hasta el momento, no ha habido ninguna razón lo suficientemente sólida como para cambiar las expectativas que tiene el mercado sobre la industria de la construcción. Esperamos ver un cambio en las mismas -que coloque a LOMA y a sus competidoras nuevamente en una tendencia alcista sostenida- dentro de los próximos doce meses.

Descripción del Negocio

Fundada en 1926, LOMA es una empresa argentina que se dedica a las industrias del cemento y el hormigón. Actualmente es controlada por InterCement Brasil S.A., y se erige como líder de la industria en el país. Su liderazgo está basado en su alcance a nivel nacional, la integración vertical de las operaciones, vastas reservas de piedra caliza, la ubicación estratégica de sus plantas y sólidos canales de comercialización. La compañía produce y distribuye cemento, cemento de albañilería, agregados, concreto y cal, que se comercializan en dos formatos: bolsa (62% de las ventas en 2017) y granel (38% de las ventas en 2017). También produce clínker, la principal materia prima para la producción de cemento.

En Argentina, la compañía ha sostenido un *market share* de 45% aproximadamente en la última década. Su capacidad de producción asciende a 9,1 millones de toneladas de cemento, y se proyecta un incremento de 2,7 millones de toneladas para el 2020, como consecuencia de la inauguración de su nueva planta L'Amalí II. LOMA también brinda servicios de transporte de carga por ferrocarril a través de Ferrosur Roca S.A. y recicla residuos industriales para utilizarlos como combustible o materia prima a través de Recycomb S.A.

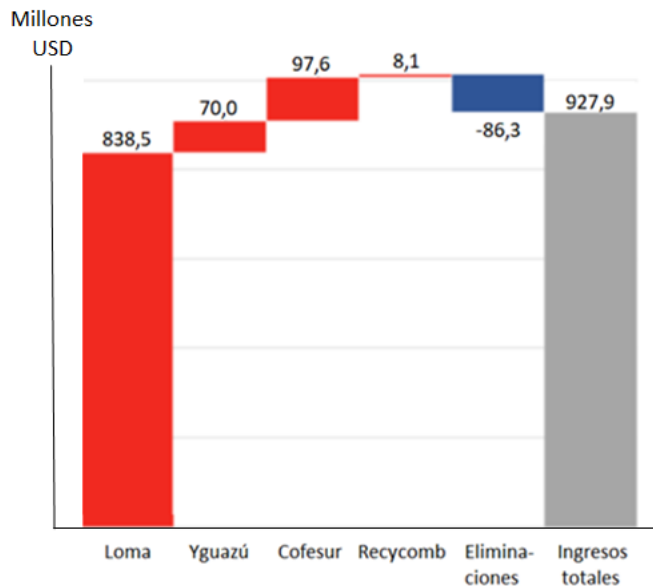


Gráfico III. Composición de las ventas de LOMA. Fuente: 20F de LOMA.

Las operaciones de LOMA en Paraguay. En 2012, LOMA compró el 35% de Yguazú Cementos a Votorantim Cimentos y en diciembre de 2016 adquirió un 16% adicional de InterCement Brasil. A partir de entonces, la Compañía posee el 51% de Yguazú Cementos S.A.; el 49% restante es propiedad de Concret-Mix S.A., un grupo paraguayo. Existe un acuerdo de accionistas entre los dos que otorga a LOMA el control de la empresa. Con una capacidad de producción de cemento de 0,81 millones de toneladas, Yguazú captura casi la mitad del *market share* (44% en 2017).

Alcance nacional. Una de las claves del éxito consolidado de LOMA es la ubicación estratégica tanto de sus canteras de piedra caliza, como de las plantas de producción y los centros de distribución, que se encuentran cerca de los principales centros de consumo. Constituyen un factor clave en el posicionamiento competitivo de la compañía ya que le permite ganar eficiencias al reducir los costos de transporte y el tiempo de comercialización. Dichas eficiencias son esenciales porque, en la industria del

cemento, la carga y el embalaje representan un porcentaje considerable de los costos de mercadería vendida. Entre sus instalaciones, LomaSer juega un rol significativo en la consecución de una logística rentable y una red de distribución óptima. Esta planta de mezcla y distribución es la piedra angular de la red neurálgica de LOMA en la región central: tiene la capacidad de entregar cemento a granel en toda el área de Buenos Aires en un plazo de 24 horas desde el pedido. Esto es particularmente relevante ya que más del 40% de las ventas de LOMA se concentran en Buenos Aires (ver *Ilustración I*).

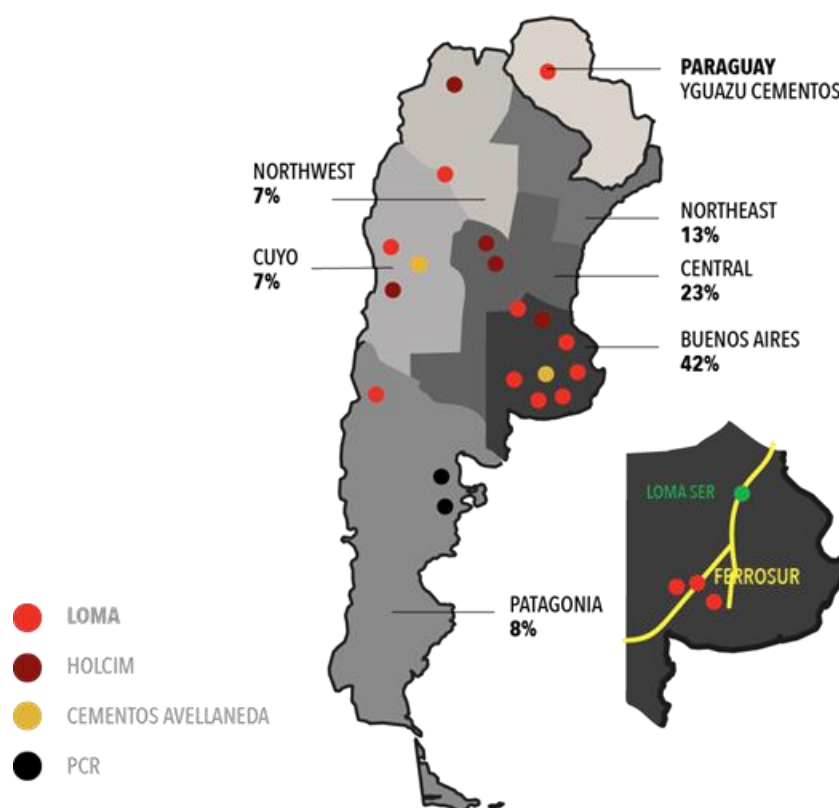


Ilustración I. Ventas por Región. Capacidad instalada de LOMA y competidores. Fuente: 20F de LOMA.

Estrategias de negocio. Con la mira puesta en el grado de satisfacción de los clientes. La Compañía identifica la lealtad de las relaciones con sus clientes como uno de los impulsores de su éxito. De acuerdo con su Encuesta de Satisfacción del 2016, LOMA obtuvo los mejores puntajes en todas las categorías consultadas: satisfacción general, calidad del cemento, soporte y asistencia técnica y tiempo de entrega. Todos estos factores contribuyen a consolidar su posición de liderazgo en el mercado, que queda explícitamente manifiesta a través de los contratos a largo plazo con más del 70% de sus clientes –que representan cerca del 77% del total de despachos de cemento.

A través de una serie de estrategias de negocio, LOMA asegura la satisfacción de sus clientes para no dejar lugar a amenazas por parte de la competencia. La ubicación y distribución estratégica de sus plantas, junto con un eficiente sistema de distribución, garantizan el mejor alcance del producto en Argentina. A su vez, la Compañía desarrolla continuamente programas de entrenamiento para los gerentes de primera línea y para los empleados que brindan asistencia técnica a los clientes. Lejos de conformarse, las estrategias de negocio de LOMA incluyen planes de expansión como la inversión en L'Amalí II, que permitirá incrementar la rentabilidad y eficiencia al mismo tiempo que mejorará el tiempo de comercialización.

Desde hace décadas, LOMA se erige como la cementera número uno del país y hace un esfuerzo activo para seguir siéndolo. Para esto implementa una serie de estrategias, entre las cuales se destacan el enfoque en la calidad de sus productos e iniciativas de *marketing* –tales como campañas para renovar su imagen y el patrocinio de eventos deportivos– que buscan incrementar la difusión y el posicionamiento de la marca.

Industria y Posición Competitiva

Contexto Macroeconómico y Político

La valuación de una compañía argentina no estaría completa sin un apartado acerca de la situación política y macroeconómica del país.

Destino Buenos Aires: ajusten sus cinturones de seguridad. Tras un 2017 prometedor, en que la economía creció un 2,9%, el desempleo cayó a 7,2% y los créditos hipotecarios se dispararon un 33% interanual, el presidente Macri proclamó que “lo peor ya había pasado”¹. No hizo falta que pasara mucho tiempo para que se demuestre que estaba equivocado. 2018 pareció un desfile de la cantidad de políticas monetarias que pueden ser implementadas en (menos de) 12 meses y cuán rápido pueden fluctuar las perspectivas económicas.

El 28 de diciembre de 2017 tuvo lugar una conferencia de prensa del Jefe de Gabinete, el (ahora ex) presidente del Banco Central, el Ministro de Hacienda y el (también ex) Ministro de Finanzas. Durante la misma, anunciaron que el objetivo de inflación para 2018 sería más laxo –pasando de un 10% a un 15%– para poder reducir las tasas de interés. La conferencia de prensa fue interpretada por el mercado como un golpe a la independencia del Banco Central y su desconfianza se reflejó en un salto del tipo de cambio de más de 4% en un día. Tras un mes dominado por la alta volatilidad, el tipo de cambio se estabilizó en el rango de \$19,7 - \$20,4 pesos por dólar hasta la última semana de abril, cuando comenzó la primera corrida contra el peso argentino. El 24 de abril, la tasa del bono a 10 años del Tesoro americano superó 3% por primera vez en más de tres años; esto derivó en un *sell-off* de riesgo de Mercados Emergentes que tuvo a Argentina como protagonista debido a su posición indefensa frente a las condiciones externas.

El golpe a los activos argentinos fue potenciado por el propio gobierno, que introdujo un impuesto a la renta financiera para inversores extranjeros. El Banco Central respondió subiendo la tasa de interés casi al doble en una semana, hasta alcanzar 40%. Esto fue acompañado por el anuncio de una serie de medidas de austeridad tales como la disminución del objetivo de déficit primario para 2018 desde 3,2% a 2,7% del PBI, que incluía una reducción del gasto público en infraestructura.

La inestabilidad se extendió e incluso se profundizó en los meses siguientes. Comenzando por una sequía severa que resultó en pérdidas de hasta 7,5 Bn USD y que afectó seriamente a las exportaciones argentinas, el peso entró en una espiral devaluatoria que parecía no tener final. El Banco Central intentó detener el proceso devaluatorio a través de una oferta diaria de 5 Bn USD en un tipo de cambio de \$25 pesos por dólar, pero, una vez que eliminaron dicha oferta, se reinició la caída del peso. El gobierno entonces recurrió al FMI para solicitar asistencia, y a principio de junio se anunció un préstamo

¹ Serra, L. (2018, 01 de marzo). En el Congreso, Mauricio Macri dijo que lo peor ya pasó y prometió años de crecimiento. Lanacion.com. Recuperado de <https://www.lanacion.com.ar/politica/mauricio-macri-dijo-que-lo-peor-ya-paso-y-prometio-anos-de-crecimiento-nid2113246>

stand-by de 50 Bn USD. La política monetaria cambió una vez más y se instaló un sistema de subastas diarias de dólares, que, al igual que antes, fue suspendida al poco tiempo y derivó en otro salto considerable del tipo de cambio. La devaluación tuvo un impacto directo en la inflación, que se disparó alcanzando un pico de ~6% en septiembre y octubre.

Mientras el frente económico atravesaba esta crisis, un escándalo político –en el que estaban involucrados no sólo funcionarios del gobierno de la expresidenta Fernández de Kirchner, sino también una serie de empresas constructoras de primera línea– fue revelado en lo que llegó a conocerse como el caso de *Los cuadernos de la corrupción*. Este proceso judicial generó dudas sobre la salud de las compañías involucradas en el escándalo, impactando seriamente las perspectivas de los proyectos de Participación Pública-Privada (PPPs).

Menos de dos meses después del anuncio del primer acuerdo *stand-by* con el FMI se hizo evidente que Argentina no iba a poder cumplir sus condiciones y se reabrieron las negociaciones. El 26 de octubre el directorio del FMI aprobó una nueva versión del acuerdo, que alcanzó la suma de 56 Bn USD, que serían desembolsados periódicamente hasta 2021.

¿Qué sigue? 2019: un año crucial. Las elecciones presidenciales se mantendrán en el foco de la atención. Argentina deberá elegir entre otorgarle una segunda oportunidad a la administración actual o devolverle el poder a un candidato peronista. El desenlace de la crisis macroeconómica está sujeto a esta decisión: la continuidad del gobierno aseguraría el mantenimiento de políticas favorables al mercado, que se verían limitadas en mayor o en menor medida bajo un gobierno peronista. Hemos ponderado esto en nuestra valuación a través de la definición de tres escenarios: *bear*, *base* y *bull*. Ver sección *Escenarios: bear, base y bull*.

El nivel global de construcción, y por lo tanto la demanda de cemento, está determinado casi en su totalidad por el crecimiento del PBI –ver *gráfico VIII*. El otro factor significativo en esta ecuación es la cantidad de créditos hipotecarios públicos que son otorgados en un periodo.

La Cámara de Diputados aprobó recientemente el proyecto de Ley de Presupuesto 2019 y se espera que la aprobación del Senado ocurra en las próximas semanas. Este proyecto de ley proporciona información acerca de cómo se verá el gasto público en los próximos años. En cuanto al presupuesto destinado a infraestructura, éste representará un 4,4% del PBI en 2019, principalmente como consecuencia del gasto privado canalizado a través de las PPP.

Sin embargo, esta estimación resulta exagerada si consideramos los recientes contratiempos que están enfrentando los desarrollos de PPP. Debido al aumento de las tasas de interés por parte del Banco Central para mitigar la inflación y desalentar la dolarización, las fuentes de financiamiento nacionales se volvieron escasas tanto en el mercado bancario como en el de capitales. A su vez, a partir del escándalo de *Los cuadernos de la corrupción*, las constructoras involucradas y cualquier otra que pudiera estar dentro del alcance de la investigación judicial vieron impedido su acceso a fuentes de financiamiento internacional. Los altos estándares de ética y *compliance* a los que están sujetas dichas entidades crediticias probablemente no les permitirán brindar asistencia financiera en la medida necesaria para financiar los PPP.

Por otro lado, podemos identificar al menos un elemento que impulsará la demanda de cemento en el corto plazo. En vista a las elecciones presidenciales de 2019, el gobierno relanzará una de sus medidas más populares: el otorgamiento de créditos hipotecarios públicos. El Secretario de Vivienda ha anunciado el relanzamiento del programa de crédito ProCreAr, cuyo primer tramo incluye desembolsos por 700 MM USD. Esperamos que el sector privado se acople a dicha iniciativa, sujeto a la contracción en

las tasas de interés. Este impulso en la demanda de cemento impactaría positivamente en los ingresos de LOMA.

Paraguay: otra historia. Desde el 2014 la economía paraguaya se encuentra en una tendencia de crecimiento del PBI, a un ritmo del 4% anual, y sin señales de debilidad en el horizonte.

La Industria

La producción de cemento en Argentina se ha estado recuperando tras el importante revés que sufrió en 2015, cuando cayó de 12,1 millones de toneladas anuales a casi 10,4 millones de toneladas en 2016 y que luego se recuperó a 11,9 millones de toneladas en 2017 –según la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP)². Considerando que los indicadores macroeconómicos en Argentina pintan un escenario bastante gris, estimamos que la producción de cemento se desacelerará en el corto plazo, totalizando unas 11,5 millones de toneladas en 2018 y 11,4 millones de toneladas en 2019. De todas formas, tomando como parámetro las cifras históricas –y particularmente los años posteriores a la crisis del 2001–, podemos estimar con cierta seguridad que la producción continuará expandiéndose a partir de 2020. Consideramos que tanto el desarrollo de los PPP, como el gasto público en infraestructura y los subsidios orientados hacia los futuros propietarios de viviendas retomarán una tendencia alcista, que impactará positivamente en la demanda de cemento. En resumen, el aumento de la demanda de cemento será impulsado principalmente por (1) su *end market*: la construcción, (2) el crecimiento del PBI y (3) las políticas e incentivos fiscales orientados a impulsar proyectos de construcción públicos y privados a través de créditos.

La producción y el consumo de cemento son un fenómeno tanto nacional como regional. Dado el alto costo del transporte y la corta vida útil del producto, la ubicación de la planta constituye un factor clave en el éxito de la empresa y sus inversiones. Es posible identificar seis áreas principales de consumo en Argentina: LOMA es la compañía líder en términos de capacidad y participación de mercado en cinco de ellas, lo que la convierte virtualmente en la única empresa cementera que puede colocar sus productos en todo el país.

Sobre la construcción. Según el informe de la AFCP sobre la demanda de cemento por parte de la industria de la construcción –reflejada a través de la asociación del Índice Construya– los niveles de producción y de consumo son prácticamente iguales. Hay otras métricas reportadas por la AFCP que pueden utilizarse para medir la salud general de la industria, como los permisos de construcción emitidos por gobiernos locales. La misma indica que hubo un aumento importante en 2017 en la superficie que será cubierta por la construcción de los proyectos aprobados.

² Producción de cemento y clinker. AFCP.org. <https://www.afcp.org.ar/produccion-de-cemento-y-clinker>

Posicionamiento Competitivo

Liderazgo consolidado. En Argentina, cemento y Loma Negra son sinónimos. Existen cuatro empresas que operan en el sector: LafargeHolcim, Cementos Avellaneda, Petroquímica Comodoro Rivadavia (PCR) y LOMA, que lidera el mercado con una participación del 45%, manteniendo una brecha de casi 20 puntos porcentuales del segundo.

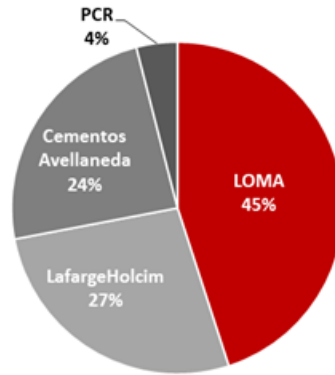


Gráfico IV. Industria del cemento en Argentina: Market Share actual - Fuente: 20-F de LOMA.

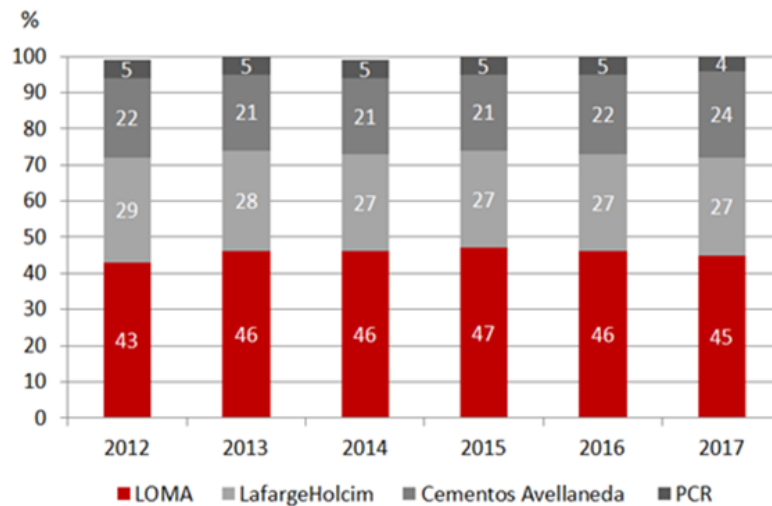


Gráfico V. Evolución histórica del Market Share. Fuente: 20F de LOMA.

Competidores y recién llegados. El mercado se ha mantenido prácticamente sin cambios desde la década de los '90 y esperamos que esta tendencia se mantenga a futuro. Las ventajas de LOMA frente a sus competidores se basan tanto en su escala como en sus eficiencias operativas, que están fuera del alcance de las otras tres compañías del sector. LOMA tiene contratos de exclusividad a largo plazo con alrededor del 70% de su base de clientes, de los cuales ninguno de representa más del 4% del total de sus ingresos netos por ventas. Las barreras de entrada para los nuevos participantes son enormes y los nuevos competidores tendrían dificultades para encontrar reservas de piedra caliza dentro de los principales mercados en que opera la compañía. Asimismo, la empresa cuenta con un alto nivel de satisfacción de sus clientes (ver gráfico VI) forjando lazos fuertes con los mismos.

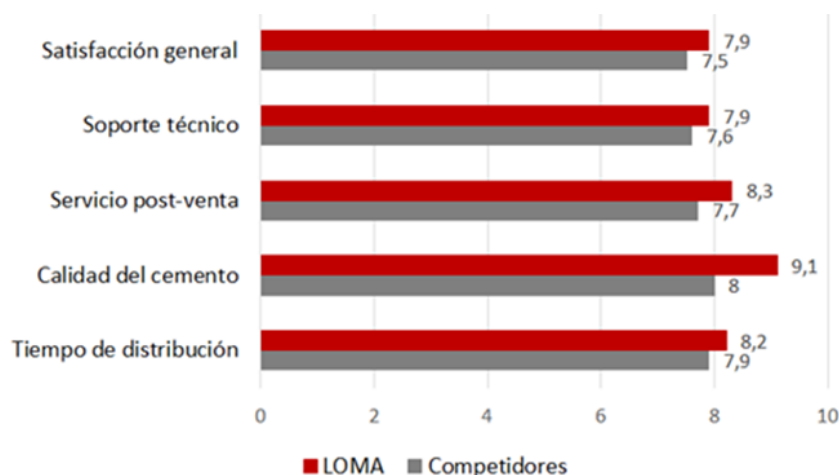


Gráfico VI. Encuesta de Satisfacción. Fuente: Prospecto IPO de LOMA.

Planes de expansión: conquistar y liderar. Durante el pico de demanda que tuvo lugar en 2017, las cuatro firmas anunciaron inversiones para aumentar su capacidad de producción. PCR es la única que destinó dicho CapEx de expansión para su producción de concreto, mientras que las demás se focalizarán en la de cemento. Si dichos planes se cumplen, para el primer trimestre de 2020 la capacidad de producción total de cemento habrá aumentado en 4,43 millones de toneladas, casi un 30% más en comparación con el mercado actual. La estrategia de LOMA se destaca frente al resto debido a que pone el foco en aumentar la eficiencia operativa (al reducir en gran medida los costos a través de L'Amalí II) y así ofrecer precios más competitivos de ser necesario.

Yguazú. El mercado de cemento en Paraguay es un duopolio entre Industria Nacional de Cementos (INC) e Yguazú. La primera es una empresa estatal, y es la compañía líder con un *market share* del 48%. Yguazú mantiene el segundo lugar con apenas 4 puntos porcentuales menos de *share*, en torno al 44%. Es posible que esta paridad no dure mucho, ya que INC ha anunciado un plan para reducir sus precios y captar un 80% de la demanda en los próximos 5 años. Creemos que Yguazú se verá forzado a reducir sus precios para seguir siendo competitiva y, a pesar de que podría mantener su nivel de ventas actual, INC capturará la mayor parte de la nueva demanda.

Análisis Financiero

Ventas. Cuando lo que importa es el precio. El precio del cemento tiene una alta correlación con la inflación. El posicionamiento competitivo de LOMA le permite ajustar de manera efectiva los precios para mantener los niveles promedio de Margen de EBITDA. Esto se evidenció en el primer trimestre de 2016, cuando el gobierno argentino eliminó el cepo cambiario que resultó en una devaluación del 30%: LOMA pudo restaurar el nivel de margen de EBITDA de 2015 en el lapso de un trimestre.

No será igual en esta oportunidad. Debido a la devaluación del peso argentino y la alta inflación, se espera una disminución en los precios del cemento: estimamos que para el 4Q 2018, el mismo rondará los \$80 dólares, que implica una disminución de 22% en comparación con el precio de cierre de 2017. La recesión y la reducción del gasto público para proyectos de infraestructura representan un desafío para la Compañía cuando se trata de aumentar el precio del cemento. Además, la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia argentina (CNDC) está investigando a las empresas cementeras debido a sus políticas

de precios, con cual estimamos que no será posible recuperar los niveles de precios en dólares promedio (\$100 USD/tn) hasta el año 2021.

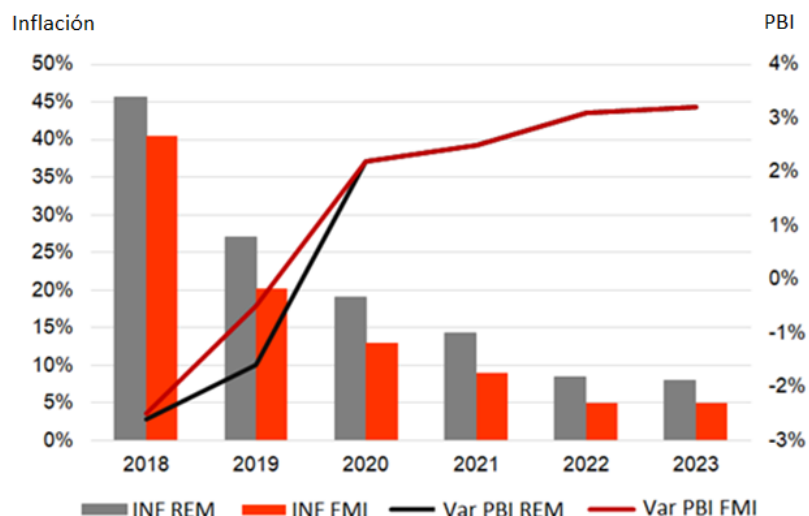


Gráfico VII. Proyecciones de inflación y PBI. Fuente: REM y FMI.

Las ventas de LOMA del año fiscal 2017 se pueden dividir en los siguientes segmentos de negocio: cemento, albañilería y cal en Argentina (76%), cemento en Paraguay (8%), hormigón (12%), agregados (2%), ferrocarriles (11%), ingresos por actividades de Recycomb (1%) y eliminaciones (-9%) – ver *gráfico III*. Dado que el cemento explica el mayor porcentaje de las ventas de LOMA, los ingresos de la empresa se calcularán en base a dicho producto.

Yguazú: la historia cambia. En Paraguay, INC está llevando a cabo una estrategia competitiva agresiva, que consiste en optimizar los costos para reducir los precios y promover un rápido desarrollo de la industria de la construcción. Consideramos que Yguazú se verá obligada a reducir sus precios según la política del INC para mantenerse competitiva.

Estimando la demanda. ¿Hacia dónde evolucionará el mercado? Teniendo en cuenta que las ventas de cemento representan más del 75% de los ingresos de LOMA, es necesario analizarlas individualmente. Estimamos la demanda hasta 2023 en base a la correlación entre la demanda de cemento en Argentina, el PBI real y el monto de créditos hipotecarios otorgado por año. También contemplamos que el sector de la construcción crece mucho más rápido en los años electorales. Esta regresión múltiple demostró una correlación de 0,96. Nuestra estimación para el mercado de cemento para los próximos años es la siguiente:

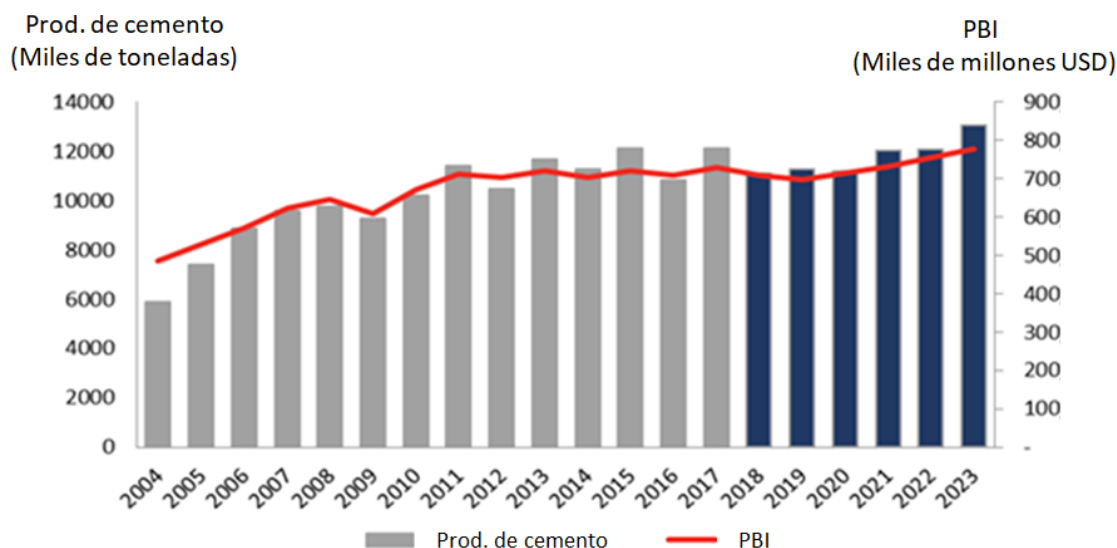


Gráfico VIII. Producción de cemento y PBI: evolución y proyección. Fuente: INDEC, AFCP, elaboración propia.

Dado que las proyecciones económicas para Paraguay no son comparables a las de Argentina (el FMI proyecta un crecimiento promedio anual del PBI del 4% hasta 2023), consideramos prudente separarlas en términos de demanda de cemento para los años siguientes. Además, estimamos una reducción progresiva de la participación de mercado de Yguazú, debido a la agresiva estrategia de expansión que INC está desplegando.

COGS. Mejorar la rentabilidad. El costo de ventas de LOMA muestra consistencia a lo largo de los años (ronda el 72% en los últimos tres años fiscales), como es de esperarse para una industria madura. Sin embargo, todavía hay un margen de mejora y LOMA planea explotarlo en los próximos años a través de la inversión en L'Amalí II.

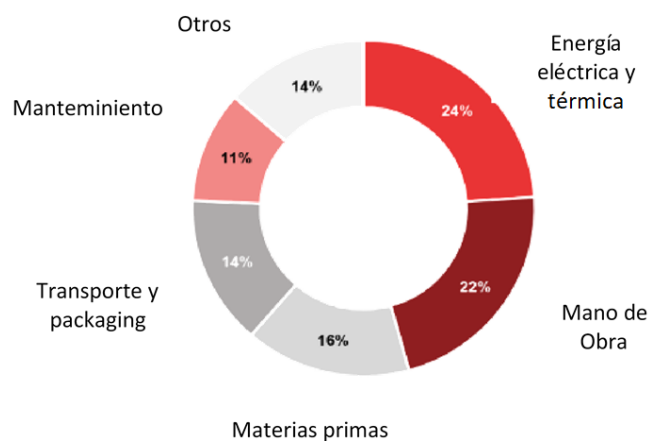


Gráfico IX. Estructura de Costos. Fuente: 20F de LOMA.

Energía y suministros. 24% del costo total de mercadería vendida en 2017. Esto es consistente con una industria capital intensiva. Desde 2017, el gobierno argentino ha puesto en marcha un plan para eliminar los subsidios a la energía, así como también la dolarización de las tarifas. Los costos de la energía se ven directamente impactados por un cambio en el precio internacional del petróleo y la depreciación de la moneda, ya que, como cualquier *commodity*, el precio se establece en dólares

estadounidenses. No obstante, L'Amalí II mitigará este efecto, debido a las eficiencias operativas de la nueva planta, cuyo costo de energía térmica será un 18% menor que el promedio actual por tonelada.

Salarios y tarifas. Este segmento tiende a seguir la inflación anual del IPC debido a la presión de los sindicatos. Sin embargo, en años recesivos, los salarios reales tienden a ubicarse por debajo del índice del IPC. Esperamos que este sea el caso en 2018 y 2019: estimamos que seguirá un factor de 0,8x.

Logística y packaging. Comprenden una porción relevante de los costos en la industria y LOMA no es una excepción. La Compañía optimizó los costos en este subsegmento a través de su red de distribución compuesta por instalaciones ubicadas estratégicamente en todo el país, que están cerca de los principales centros de consumo. Además, al incluir las operaciones de Ferrosur en la ecuación, la mejora de la eficiencia de logística es sustancial: sus ferrocarriles conectan todas las instalaciones y operaciones de LOMA dentro de la provincia de Buenos Aires, que representan el 42% de las ventas totales.

Costos de mantenimiento. Debido a la naturaleza capital intensiva de LOMA y su madurez como empresa, los costos de mantenimiento no solo son necesarios sino también esenciales para preservar la productividad y la durabilidad de la empresa. Con base en datos históricos, estimamos que estos variarán a una tasa de +5% en promedio por año.

Materias primas. Las principales materias primas utilizadas en la producción de clínker son la piedra caliza, arcilla y yeso. LOMA tiene garantizado el auto-abastecimiento actual y futuro con sus yacimientos propios y no efectúa compras a terceros. Existen otros aditivos tales como escoria necesarios para la elaboración de cemento, que LOMA sí debe comprar a terceros.

Los *otros costos* están compuestos por contratistas y seguridad, entre otros, que representan aproximadamente el 11% de los costos totales. Por último, la Compañía estima que los impuestos son del 1.5% de los costos totales.

Gastos administrativos y comerciales. Representaron un 8% de los ingresos en el año fiscal 2017. Están compuestos principalmente por salarios y cargas sociales (alrededor del 32% de los gastos y el 2.5% de las ventas) e impuestos (alrededor del 30% de los gastos y el 2.4% de las ventas). Juntos representan alrededor del 5% de las ventas.

Control sobre los márgenes de EBITDA. LOMA ha mostrado históricamente tasas de crecimiento cíclicas que se asociaron con el PBI argentino y sus vaivenes macroeconómicos. Esto impacta con fuerza en los márgenes de EBITDA, que antes de la crisis macroeconómica actual, se encontraba rondando el 30%. En el año 2017 se redujo a 25%. Sin embargo, se perciben signos de recuperación dentro de los pronósticos económicos no tan optimistas, y proyectamos que LOMA recupere un margen similar en 2020. Para fines de 2023, se estima que el Margen EBITDA alcance el 32,7%, impulsado por las mejoras en los costos introducidas por L'Amalí.

CapEx. Durante los últimos años, el CapEx de mantenimiento de LOMA se ha centrado en la conservación y actualización de las instalaciones de producción con el objetivo de mejorar los estándares de eficiencia. Para proyectar esta variable, basamos nuestro análisis en la relación histórica de mantenimiento CapEx / capacidad instalada en toneladas: 4,15x. Actualmente, el principal proyecto de crecimiento de CapEx es la expansión de la planta de L'Amalí II en Buenos Aires, que aumentará la capacidad instalada anual en 2,7 millones de toneladas. Se estima que la obra será finalizada para el primer trimestre de 2020. Según las declaraciones públicas de la Compañía, esta inversión se financiará con parte de los fondos recaudados en el IPO, rolleo de deuda actual y potencial toma de deuda adicional (ver sección *Estructura de capital*) y el flujo de efectivo generado por las operaciones.

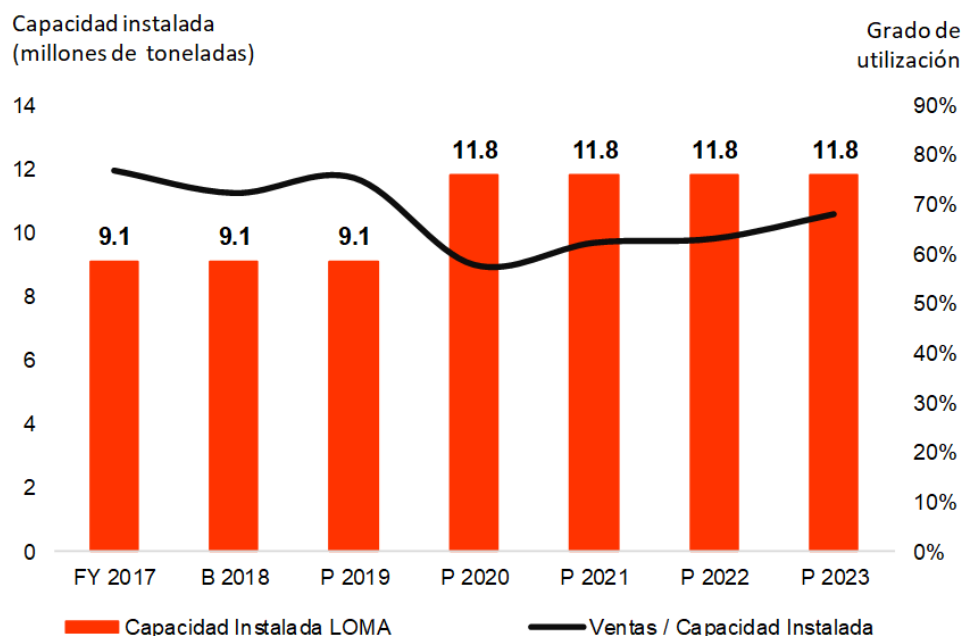


Gráfico X. Capacidad instalada de LOMA y grado de utilización. Fuente: 20F de LOMA.

La fase de ejecución de este proyecto comenzó en agosto de 2017, con un cronograma total de aproximadamente 31 meses y una inversión de \$ 320 millones de dólares. El monto se vio disminuido desde los \$350 millones de dólares originales debido a la depreciación del peso argentino, según el *guidance* brindado por la empresa. A junio de 2018, el monto total desembolsado fue de aproximadamente \$30 millones de dólares y estimamos que se realizará un gasto adicional de \$75 millones durante la segunda mitad de 2018. Para los años siguientes, se estima que los desembolsos se concentrarán en el 2019. A partir del segundo semestre de 2020, no se espera un nuevo incremento de CapEx, por lo que probablemente se producirá un desapalancamiento gradual.

Capital de trabajo. Business as usual. Durante el primer semestre de cada año, la Compañía acumula inventarios que se venden durante el tercer y cuarto trimestre. Esto se considera una estrategia eficiente, ya que en Argentina son habituales los cortes de energía durante la temporada de verano. Esto también es razonable teniendo en cuenta que durante el verano la mayoría de los empleados hacen uso de sus vacaciones anuales y que, debido a las condiciones climáticas, las construcciones también se ralentizan.

Inventarios. Aunque durante los años recesivos (como 2016) LOMA vende menor cantidad de cemento, la producción no se ve afectada en la misma proporción para evitar ineficiencias: es menos rentable reducir el tamaño de la producción debido al inevitable aumento proporcional de los costos. Se espera una acumulación de inventarios durante 2019, principalmente debido al estancamiento de la demanda producto de la recesión económica. Esto aumentará el número de días de inventario, en términos de ventas, más allá de 70 días. Se espera ver una recuperación sostenida para 2020, cuando se restablezcan mayores niveles de demanda y dicho indicador vuelva al promedio histórico de 50 días.

Cuentas por cobrar (DSO) y cuentas por pagar (DPO). La recesión afectará tanto a LOMA como a sus clientes. Debido al tamaño de la Compañía, esperamos que extienda los DSO y brinde mayor financiamiento a sus clientes para retenerlos, aunque es posible que no pueda compensarlo completamente con una extensión de su DPO. Medido siempre sobre ventas, los días de pago a proveedores rondan un promedio de 60 vs. 30 de cobro de clientes.

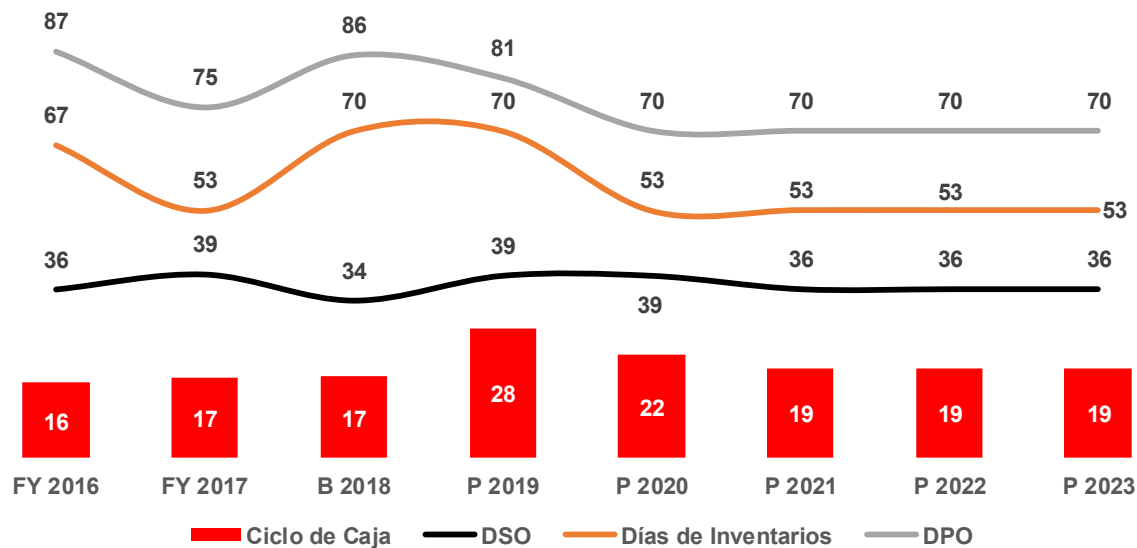


Gráfico XI. Ciclo de Caja. Fuente: elaboración propia.

Apalancamiento y aumento de la capacidad de inversión. Consideramos que el FCF 2019 se tornará negativo en \$39 millones de dólares debido a la inversión en CapEx de expansión. Según nuestras estimaciones, LOMA necesitará incurrir en una nueva deuda para financiar la expansión de CapEx, lo que a su vez representará un aumento en el objetivo de Deuda Financiera / EBITDA a 1,5x en 2019.

Según los estados financieros consolidados a junio de 2018, existía un capital adeudado de \$188 millones de dólares asociado a LOMA, Ferrosur Roca S.A. y Yguazú en total. Aproximadamente el 78% de esta deuda estaba denominada en moneda extranjera: parte en dólares estadounidenses y parte en guaraníes paraguayos. Identificamos algunos riesgos relacionados con la exposición de LOMA a la deuda: junto con la carga que conlleva una variación en el tipo de cambio, el endurecimiento de las tasas de FED podría afectar a la Compañía, ya que actualmente el 53% del saldo de la deuda consolidada se encuentra devengando tasa variable.

Asumimos que LOMA incurrirá en una nueva deuda- por la necesidad de fondos para el aumento de CapEx. Estimamos que la compañía podrá incurrir en deuda a una tasa del 8% anual.

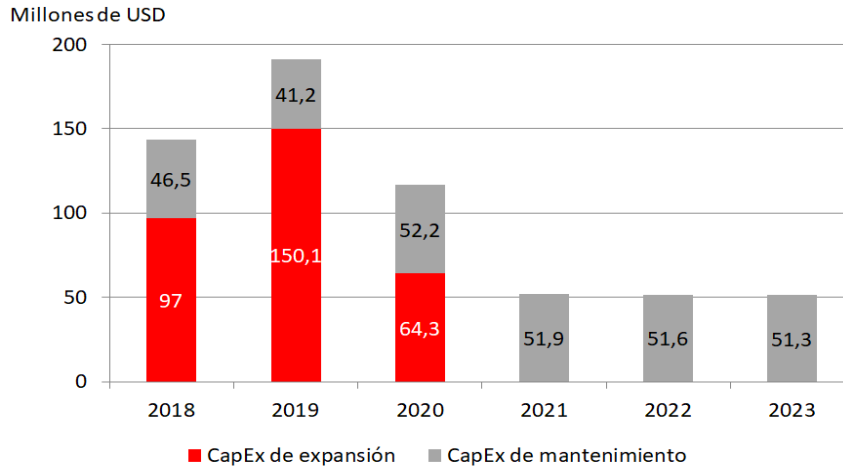


Gráfico XII. Proyección de Desembolsos para L'Amalí. Fuente: 20F de LOMA y elaboración propia.

Valuación

Emitimos una recomendación de COMPRA sobre el ADR de LOMA con un precio *target* a 12 meses de \$14,09 dólares, lo que representa una ganancia del 32,7% respecto del precio de cierre de \$10,62 dólares por ADR al 02 de noviembre de 2018. Nuestro cálculo se basa en una combinación de dos métodos:

- (i) Valuación intrínseca: mediante un flujo de caja libre descontado (DCF WACC) con un valor de \$13,58 dólares, y
- (ii) Valuación por múltiplos: utilizando el múltiplo EV / EBITDA que resulta en un precio objetivo de \$15,27 dólares.

Los valores arriba señalados fueron ponderados 70% / 30% respectivamente. Un método de valuación relativa nos permite incluir el panorama competitivo real de la industria del cemento, mientras que la metodología de valuación intrínseca nos permite capturar el valor de mercado individual de LOMA e Yguazú mediante la aplicación de una metodología de "suma de las partes".

Valuación Intrínseca

Decidimos basar la proyección en una combinación de metodologías:

- (i) **Suma de las Partes:** como vimos en la sección Análisis Financiero, la situación de LOMA en Argentina y Paraguay presenta varias contradicciones:
 - a. Situación macroeconómica y política: tanto la perspectiva de crecimiento como la volatilidad macroeconómica (teniendo en cuenta principalmente tipo de cambio y riesgo país), son opuestas.

b. Posición competitiva: en Argentina, LOMA domina el mercado y es formadora de precios. En Paraguay, Yguazú debe adaptarse a lo que determina INC (empresa líder del mercado) para no perder competitividad.

c. Nivel de deuda: Yguazú posee un nivel de endeudamiento de 2x EBITDA de deuda financiera neta, mientras que LOMA posee un ratio de cobertura de deuda de 1,1x EBITDA.

(ii) **Multi-WACC:** esta metodología aporta la flexibilidad que requiere la realidad de LOMA:

a. Necesidad de toma de deuda para hacer frente a las obligaciones de inversión de L'Amalí,

b. Baja progresiva en el impuesto a las ganancias de Argentina, según lo estipulado en la Ley 27.430.

A veces, lo esencial es invisible a los ojos. Decidimos extender el período de proyección explícita hasta el 2023, dado que un lapso más extenso implicaría incorporar a la valuación un nivel de incertidumbre y arbitrariedad innecesaria, puesto que las fuentes de proyecciones más reconocidas (FMI y REM, por ejemplo) no cuentan con estimaciones más allá de 5 años. La incertidumbre de los flujos luego de dicho lapso de proyección se consolida bajo un único parámetro: la tasa de crecimiento a perpetuidad g .

Identificamos dos etapas separadas en el período de análisis. El primero comprende 2019-2020: un período de reordenamientos económicos. El segundo comienza a fines de 2020, cuando se espera que la economía finalmente se estabilice. Durante ese año, el déficit en la infraestructura existente podrá servir de impulso, como ocurrió en el pasado después de otras crisis. Esperamos que en ese momento los números de LOMA comiencen un nuevo ciclo virtuoso impulsado por la apertura de L'Amalí II.



Gráfico XIII. Evolución del Índice Sintético de la Construcción. Fuente: INDEC.

Construyendo el WACC

Costo del equity. Para proyectar el costo del capital, elegimos el Modelo CAPM ajustado por una prima de riesgo país argentino y una prima de iliquidez:

- (i) *Tasa libre de riesgo:* rendimiento del bono del Tesoro de Estados Unidos con vencimiento a 10 años.
- (ii) *Beta:* decidimos utilizar un beta desapalancado en base a una serie de empresas comparables (las seleccionadas para el método de valuación relativa), para evitar posibles sesgos de información aún no corregidos dada la corta historia de LOMA en el mercado. Se re-apalanca de acuerdo con la estructura de capital de LOMA, llegando a un valor de 1,02 en la perpetuidad, que es consistente con el publicado por Damodaran para empresas del sector de la construcción ($\beta_u=0,9$).
- (iii) *Prima de riesgo de mercado:* el publicado por Damodaran, 5,4%.
- (iv) *Prima de riesgo país:* se toma el promedio de los últimos tres meses del Índice EMBI+ argentino publicado por JP Morgan, 6,42%.
- (v) *Prima de iliquidez:* calculado como el *spread* entre el S&P 500 (large cap) y S&P 600 (small cap), dada la dificultad que pueda presentársele a un inversor a la hora de querer vender el *ADR* de LOMA por su bajo nivel de trading, se penaliza con un 1,14% adicional.

Costo de la deuda. Dada la falta de deuda cotizante emitida por LOMA, decidimos estimar el costo de la deuda en función de un promedio de dos factores:

- (i) El rendimiento de la deuda pendiente de LOMA (6,0%),
- (ii) Rendimientos de obligaciones negociables de empresas argentinas de infraestructura, petróleo y gas (10,0%).

Tasa efectiva de impuesto a las ganancias. La tasa efectiva de impuesto a las ganancias en Argentina de LOMA para el 2017 fue del 25,5%. Se toma dicho valor para el 2019. En el cálculo de la tasa efectiva de impuesto a las ganancias post-2020 se tuvo en cuenta la reducción en la pauta de la tasa corporativa mencionada anteriormente, de 30% a 25%.

Estructura de Capital. Para el período explícito de valuación se cuenta con el nivel de deuda actual, al cual se le suma el estimado que será necesario para los pagos que surjan la terminación de L'Amalí II. En la perpetuidad, se estima una relación óptima deuda / capital, considerando la lista de *peers* compuesta por 12 empresas latinoamericanas que utilizamos para la valuación relativa.

Para Yguazú, utilizamos un enfoque de WACC único. La economía paraguaya ha estado creciendo a un ritmo constante del 4% anual y se espera que esta tendencia continúe. Además, no se espera apalancamiento adicional ni CapEx expansivo importante para el período analizado, por lo que se utiliza el nivel de endeudamiento objetivo calculado anteriormente. Por último, tanto la tasa de impuesto a las ganancias como la prima por riesgo país difieren considerablemente de la argentina: en Paraguay la tasa de IIGG promedio ronda el 10%, y, tomando el EMBI+ promedio de LATAM (al no contar con una estimación oficial para Paraguay), la prima por riesgo país es de 3,99%.

		Argentina		Paraguay
		WACC I	WACC II	WACC
K_e	Tasa libre de riesgo	2.56%	2.56%	2.56%
	β_u	0.70	0.70	0.70
	β_L	0.84	1.03	1.10
	Prima de mercado	5.40%	5.40%	5.40%
	Prima de riesgo país	6.42%	6.42%	3.99%
	Prima de iliquidez	1.14%	1.14%	1.14%
Costo del Equity		15.85%	17.17%	13.23%
K_d	Tasa de Interés	8.04%	8.04%	5.82%
	Tasa de IIGG efectiva	25.50%	24.50%	10.00%
Costo de la Deuda (después de impuestos)		5.99%	6.07%	5.24%
WACC	D/E	78.41%	62.69%	62.69%
	WACC	13.74%	12.70%	10.43%

Tabla III. WACC. Fuente: elaboración propia.

Crecimiento terminal. Para la tasa de crecimiento perpetuo g , utilizamos la proyección de crecimiento de PBI real a largo plazo del FMI para Argentina (3,5%) ya que tiene un impacto directo en el resultado y resulta consistente con la tasa de crecimiento promedio histórica del PBI (1990 - 2017).

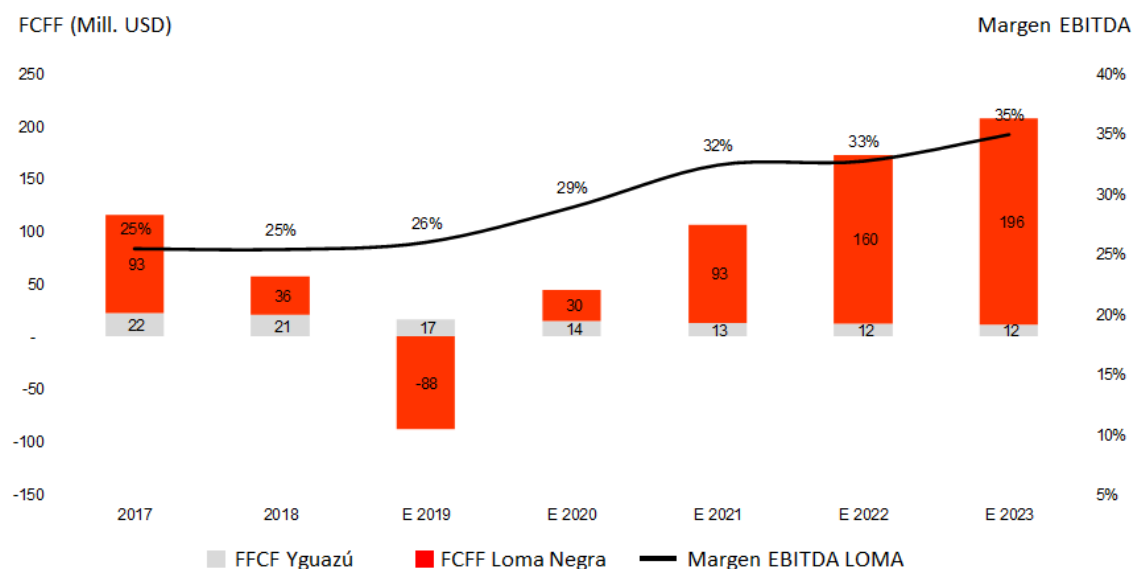


Gráfico XIV. Proyección de FCFF y margen de EBITDA LOMA e Yguazú. Fuente: elaboración propia.

Valuación Relativa

Para el análisis comparable, seleccionamos empresas latinoamericanas dentro de la industria de producción de cemento. Limitamos la selección a empresas que se encuentran dentro de la región, ya que consideramos que esto proporciona mejores bases de comparación (comparten riesgos, y algunas variables macroeconómicas). Basamos el análisis en el múltiplo EV / EBITDA por las siguientes razones:

- (i) es una relación comúnmente utilizada para valorar a las empresas dentro de la infraestructura y las industrias intensivas en capital,
- (ii) es conveniente analizar la capacidad de las empresas para generar flujos de efectivo operativos, y
- (iii) excluye intereses, impuestos sobre la renta, depreciaciones y efectos de amortizaciones, cuyos cálculos varían entre los pares ya que cada compañía puede tener su propio método de valoración para estas categorías.

Las empresas seleccionadas son:

Compañía	País	2018			
		Beta Unlevered	Debt to Equity	EBITDA Margin [%]	EV/EBITDA
Cemex SAB de CV	Mexico	0,59	119%	16,26%	12,0
Grupo Argos SA	Colombia	0,56	104%	28,16%	13,4
Cementos Argos SA	Colombia	0,73	92%	18,58%	16,7
Grupo Cementos de Chihuahua SAB de CV	Mexico	0,50	74%	27,94%	7,9
Union Andina de Cementos SAA	Peru	0,84	112%	32,04%	9,1
Cementos Pacasmayo SAA	Peru	0,51	64%	32,45%	8,1
Holcim Argentina SA	Argentina	0,86	3%	22,85%	4,1
Cementos Bio Bio SA	Chile	0,22	57%	17,82%	5,9
Caribbean Cement Company Ltd	Jamaica	2,04	0%	23,48%	8,0
Compania Industrial el Volcan SA	Chile	0,25	7%	29,56%	8,3
Cemento Polpaico SA	Chile	0,65	22%	9,34%	8,0
Consorcio Cementero del Sur SA	Peru	0,59	98%	33,23%	2,4
PROMEDIO		0,70	62,69%	24,31%	8,7

Tabla IV. Financials empresas comparables seleccionadas. Fuente: Reuters.

Riesgos Asociados al precio target

Nuestras estimaciones podrían verse afectadas si la recuperación de la economía argentina no se alcanza durante la segunda etapa de nuestra proyección, a mediados de 2020. En este caso, LOMA verá sus ventas disminuidas y experimentará dificultades para ajustar los precios vía *pass-through*. Para incorporar esta posibilidad hemos desarrollado un análisis de sensibilidad sobre la base de las tasas estimadas de crecimiento del PBI terminal o tasa de crecimiento g , las tasas de descuento WACC (principalmente teniendo en cuenta el efecto de la de la prima de riesgo de Argentina) y el precio del cemento en dólares. Dichos análisis nos permiten evaluar el precio del ADR calculado mediante el método DCF.

WACC ARG I	WACC ARG II	WACC PGY	Tasa G						
			2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
16,7%	15,7%	13,4%	9,99	10,20	10,42	10,66	10,92	11,20	11,51
15,7%	14,7%	12,4%	10,58	10,82	11,09	11,38	11,70	12,05	12,44
14,7%	13,7%	11,4%	11,27	11,57	11,89	12,25	12,65	13,09	13,59
13,7%	12,7%	10,4%	12,33	12,70	13,12	13,58	14,10	14,68	15,33
12,7%	11,7%	9,4%	13,09	13,56	14,07	14,66	15,32	16,07	16,95
11,7%	10,7%	8,4%	14,33	14,93	15,60	16,38	17,28	18,33	19,57
10,7%	9,7%	7,4%	15,90	16,69	17,61	18,69	19,97	21,52	23,43

Gráfico XV. Análisis de Sensibilidad de doble entrada: WACC vs tasa g. Fuente: elaboración propia.

Precio [usd/ton]		Tasa G						
		1,0%	2,0%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
75,40		8,81	9,30	9,90	10,24	10,63	11,07	11,57
80,40		10,39	10,94	11,60	11,99	12,42	12,91	13,46
85,40		10,77	11,34	12,04	12,45	12,91	13,42	14,01
95,40		11,74	12,39	13,18	13,58	14,15	14,73	15,39
100,40		11,88	12,55	13,37	13,84	14,37	14,97	15,64
105,40		12,26	12,96	13,81	14,30	14,86	15,48	16,19
110,40		12,63	13,36	14,25	14,77	15,35	16,00	16,73

Gráfico XVI. Análisis de Sensibilidad de doble entrada: Precio en USD/tn vs tasa g. Fuente: elaboración propia.

Además, las variaciones de nuestros supuestos o primas de riesgo podrían afectar nuestro precio objetivo. Para evaluar mejor estos escenarios para los supuestos establecidos para la valuación por comparables, hemos desarrollado una simulación de Montecarlo, que demuestra que en 7 de cada 10 casos, se sustenta nuestra recomendación:

Estadística Descriptiva	Valor
Cantidad de iteraciones	10,000
Promedio	\$ 11,79
Desvío Std.	\$ 3,05
Mediana	\$ 11,77

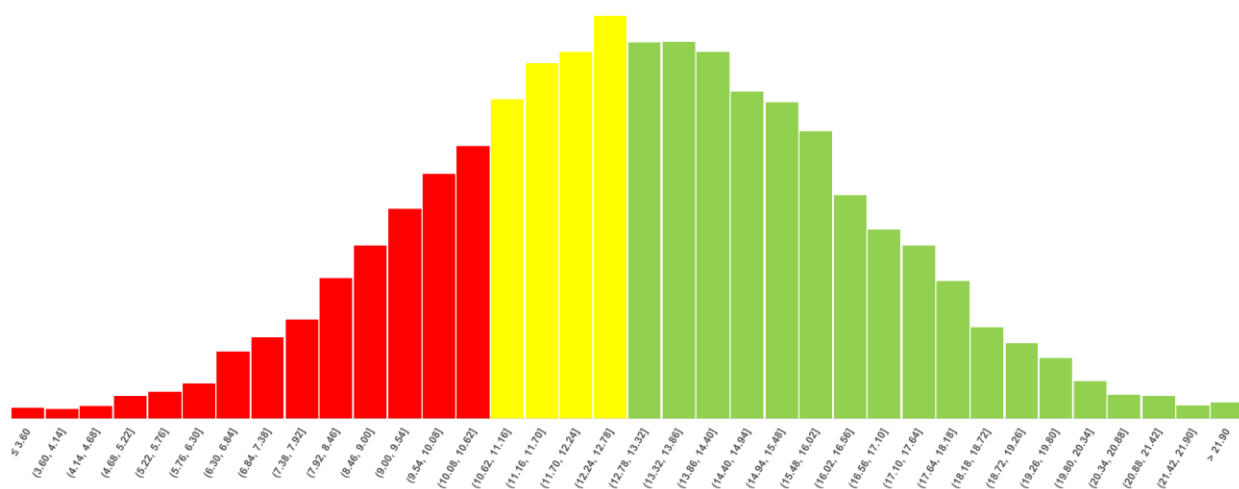


Gráfico XVII. Simulación Montecarlo. Fuente: elaboración propia.

Escenarios: bear, base y bull

Por último, se optó por captar la incertidumbre derivada de los resultados de las elecciones presidenciales de Argentina con todos sus efectos en la macroeconomía de dicho país: (i) crecimiento económico (medido por el PBI), (ii) devaluación de la moneda, (iii) inflación y (iv) tasas de interés y la política monetaria de la FED. Se elaboraron tres escenarios, uno base, el utilizado para la valuación del ADR de LOMA, uno pesimista o *bear* y uno optimista o *bull*:

Base Case	
El escenario base fue el descrito a lo largo del informe, dado que fue el utilizado para la generación del precio target del ADR de LOMA.	
Bull Case	Bear Case
Nuestro escenario optimista se construye en base a las siguientes estimaciones: a) tiene en cuenta un escenario de continuidad política que permite una recuperación del mercado del cemento para el 2020, b) una variación en los rangos de precios por cemento entre US \$ 87 y US \$ 110, esto es, una capacidad de pass-through un 10% mayor a la tenida en cuenta en el escenario base, c) un crecimiento en la perpetuidad 5 basis points mayor al del escenario base, teniendo en cuenta una mayor inversión en infraestructura dada la falencia actual en dicho aspecto. ➤ Precio Target: US\$ 15,87.	Nuestro escenario pesimista considera lo siguiente: a) durante el 2019, la incertidumbre política resulta en una caída del PBI mayor a la estimada por el FMI, b) una recuperación tardía del mercado de cemento, esto es, caída del PBI para el 2020 y recuperación del crecimiento de la economía recién para el 2021, c) dificultades para ajustar los precios logrando recuperar los niveles internacionales para el 2022. ➤ Precio Target: US\$ 8,36.

Tabla V. Descripción de los escenarios. Fuente: elaboración propia.

Riesgos de Inversión

Riesgos Operacionales

Exceso de capacidad de producción. La construcción de la planta L 'Amalí II aumentará la capacidad instalada de LOMA en un 27% (2,7 millones de toneladas). Como se explicó en la sección *Posicionamiento Competitivo*, si LafargeHolcim y Cementos Avellaneda también completan sus planes de inversión, la capacidad de producción global aumentará casi un 30% para el 1Q 2020. Según nuestras estimaciones, la demanda de cemento se acercaría a estas cifras para 2023, lo que significa que habrá un período considerable de capacidad ociosa en el mercado. Esperamos que LOMA pueda captar la mayor parte del aumento de la demanda, pero consideramos que es necesario señalarlo como un riesgo.

Riesgo de subsidiaria. La subsidiaria de LOMA, Cofesur S.A., es una *holding company* cuyo único propósito es controlar accionariamente a Ferrosur Roca S.A.. Esta empresa, a su vez, posee la concesión para controlar una parte del transporte de carga del sistema ferroviario nacional integrado por la línea del General Roca. De un total de 3,100 kilómetros que forman parte de esta concesión ferroviaria, aproximadamente 2,500 kilómetros están actualmente operativos y conectados directamente a seis de las instalaciones de LOMA. La concesión de Ferrosur fue otorgada por el Decreto N °2681/92 durante el auge de la privatización de empresas en Argentina a principios de los años 90 con una duración de 30 años y expirará en 2023. El gobierno argentino puede extender la concesión inicial por otros 10 años a solicitud de Ferrosur, una opción que debe ejercerse 5 años antes del vencimiento. Esta solicitud fue presentada oportunamente ante el Ministerio de Transporte el 8 de marzo de 2018 y actualmente se encuentra en revisión.

Creemos que, si la concesión se termina en 2023, este evento no tendrá un impacto significativo en los estados financieros de LOMA. Los precios actuales para el transporte de carga están en línea con los valores de mercado y esperamos que se mantengan de esta forma independientemente de la compañía que opere el ferrocarril de General Roca. Además, es muy poco probable que las operaciones de LOMA se vean amenazadas si una nueva empresa eventualmente opera el ferrocarril General Roca ya que las regulaciones existentes impiden cualquier tipo de comportamiento anticompetitivo que afecte el transporte y las operaciones de LOMA. Dado que la concesión de Ferrosur no ha sido reclamada por ningún competidor y debido a las repercusiones de no renovar que podrían tener en los 1,239 empleados de la compañía (que están altamente sindicalizados), un escenario en donde la concesión no se renueva parece poco probable.

Consideramos pertinente señalar que, debido al artículo 3 de la Ley N °27.132, aprobada por la administración anterior, el gobierno tiene derecho a renegociar y, si es necesario, rescindir las concesiones actualmente vigentes. Por el momento, este proceso no ha sido iniciado por la administración actual.

Finalmente, es importante tener en cuenta que, debido a las regulaciones existentes impuestas sobre la concesión de Ferrosur, la empresa está obligada a invertir el equivalente al 10,7% de sus ingresos brutos cada año. Esta es una obligación que la compañía ha cumplido.

No obstante, si tal evento ocurre y la concesión de Ferrosur no se renueva o el gobierno la termina antes de tiempo, el impacto que tendría en LOMA se reduciría en su incapacidad de continuar recaudando dividendos de Ferrosur, pero la operación no se vería afectada.

Riesgos Macroeconómicos y Políticos

Un retraso en la recuperación de Argentina. Como se explicó anteriormente, la demanda de cemento está altamente correlacionada con el crecimiento del PBI y también depende altamente del gasto público en infraestructura y la cantidad de créditos hipotecarios otorgados. Si la crisis macroeconómica de Argentina no se controla o se espiraliza, la industria de la construcción tendrá dificultades para recuperarse y esto afectará significativamente las operaciones de LOMA. Con elecciones presidenciales en el corto plazo es muy probable que la volatilidad continúe en alza durante los próximos meses, puesto que si la continuidad política es vista por inversores como poco probable, se puede desatar una salida generalizada de activos financieros argentinos.

Riesgos Financieros

Riesgo de tasa de interés. Más del 50% de la deuda de LOMA, a la fecha del informe, se encuentra devengando intereses a tasa variable (tanto LIBOR como BADLAR). Esto implica un riesgo si las tasas de interés siguen aumentando, ya que, de acuerdo con lo establecido por la compañía en la *conference call*³, no utilizan cobertura para la misma. Asimismo, esta situación puede ser aún más compleja si las tasas no bajan para cuando la empresa tenga que *rollear* deuda o incluso tomar deuda adicional para hacer frente a las obligaciones generadas por la inversión en L'Amalí.

Riesgo de tipo de cambio. Al momento de la confección del presente informe, casi un 80% de la deuda de LOMA en moneda extranjera está denominada en dólares. De continuar la volatilidad actual de tipo de cambio, se podría disparar el nivel de endeudamiento medido en moneda local. De acuerdo con los estados contables de la compañía, tampoco se utiliza cobertura de tipo de cambio.

Riesgos Legales

La lucha en dos frentes. Actualmente, LOMA enfrenta dos procedimientos legales importantes, ambos en estados iniciales. En primera instancia, existe una demanda colectiva que se presentó recientemente ante los tribunales de los Estados Unidos alegando que Loma Negra no había revelado información significativa en los documentos presentados como parte del *IPO*. El reclamo se presentó el 21 de junio de 2018 y hasta el momento el tribunal no se ha manifestado en ningún sentido en términos de la continuidad del proceso. Los reclamos están principalmente relacionados a pronósticos erróneos de la situación macroeconómica de Argentina, ya que se alega que LOMA no abordó el riesgo de devaluación y crisis macroeconómica que el país enfrenta actualmente. Resulta improbable que cualquier fuente de información para elaborar los documentos del *IPO* pudiera haber anticipado dicho riesgo y, de todas formas, hay una serie de riesgos relacionados enumerados en el F1. Por estas razones, el *management* cree que la continuación del proceso es altamente improbable.

Asimismo, cabe destacar que la firma de abogados de Levi & Korsinsky, que presentó la demanda colectiva original contra LOMA, presentó 266 demandas de valores similares desde el año 2017 hasta el segundo trimestre del 2018. Hay una probabilidad del 59% de que el reclamo contra LOMA sea desestimado. En caso de que no sea desestimado, su objetivo principal es reinstaurar el valor económico perdido por los inversionistas iniciales comparado al precio original del *IPO* de \$19 dólares. Este riesgo está sujeto a cambios hasta que el tribunal delimite y defina firmemente el proceso.

³ En la primera instancia de la competencia, todos los equipos participamos de una *conference call* con parte del *management* de Loma Negra. Cada equipo tuvo la posibilidad de formular dos preguntas, cuyas respuestas fueron utilizadas como *guidance* a la hora de desarrollar el reporte.

Además, consideran que, si el procedimiento avanzara, tardaría un largo tiempo en llegar a una instancia en la que se imponga una multa. El reporte de NERA⁴ sobre tendencias recientes en litigios de acciones colectivas de valores (NERA, 2017) indica ciertas tendencias que deben considerarse al estimar la posibilidad de que la demanda colectiva contra LOMA avance hacia una multa o arreglo jurídico.

Todo el procedimiento puede tomar hasta 3 años, tiempo que el citado informe determina como promedio para resolver este tipo de reclamos. Sin embargo, como lo señala el informe de Cornerstone Research⁵ (CORNERSTONE, 2017) existen grandes diferencias en el cálculo de daños agravados, calculados en función de la cantidad total de acciones disponibles para ser negociadas (acciones en circulación) durante el proceso, y el total de demandas aprobadas resultantes de cualquier fallo a favor de los demandantes.

En dicho informe se indica que las demandas aprobadas a menudo representan mucho menos que la estimación de daños agravados. Según los casos presentados, la tasa de reclamos aprobados va del 20% al 38% del total estimado de daños agravados.

El reporte indica que desde 2012 ha habido un aumento constante de las demandas colectivas de valores, y que este número en 2017 fue un 44% más alto que el año anterior. Se analizan un total de 432 reclamos que en su momento conformaban el 8,2% de todas las empresas que cotizaban en bolsas de valores de los Estados Unidos. En ese año, se trataron un total de 196 casos relacionados a fusiones y adquisiciones, de los cuales 116 (59%) fueron rechazados. También indica que en el año 2017 se vio la segunda caída anual consecutiva en el valor promedio de *settlement* jurídico (ningún caso se resolvió por más de \$250 MM), lo que hace que el monto promedio de arreglo jurídico caiga a menos de \$25 MM, un 66% de caída en comparación con 2016. Hemos incluido este impacto potencial en el año 2021 de nuestra valuación.

En segundo lugar, la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia Argentina (CNDC) está llevando a cabo una investigación sobre el comportamiento de los principales actores del mercado del cemento. Este procedimiento se encuentra en su etapa inicial y, siendo que, a juzgar por la última investigación llevada a cabo, dura más de 5 años y que la mayoría de dichas investigaciones no imponen multas sino más bien recomendaciones para otros reguladores, es muy poco probable que afecte a Loma Negra en el corto plazo. Sin embargo, dada la nueva ley antimonopolio de Argentina, que ha aumentado considerablemente las sanciones para las empresas que participan en comportamientos anticompetitivos, Loma podría enfrentar una multa de hasta 2 mil millones de ARS.

Regulaciones Ambientales

Según el informe publicado por McKinsey⁶ (MCKINSEY, 2008) la producción de cemento genera una alta emisión de CO₂. La mayor parte proviene de la materia prima caliza; el resto proviene de los combustibles utilizados en el proceso (combustible CO₂). En consecuencia, la industria del cemento espera incurrir en altos costos adicionales cuando los objetivos de reducción de CO₂ se ajusten en el

⁴ Boettrich, S. y Sarykh, S. (2018, 29 de enero). Recent Trends in Securities Class Action Litigation. Nera.com. Recuperado de: <https://www.nera.com/publications/archive/2018/recent-trends-in-securities-class-action-litigation--2017-full-y.html>

⁵ Cornerstone Research (2017). Accounting and Class Action Filings and Settlements. Recuperado de: <https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/2017-Accounting-Class-Action-Filings-and-Settlements.pdf>

⁶ McKinsey&Co. (2009). Pathways to a Low-Carbon Economy. Recuperado de: https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/dotcom/client_service/sustainability/cost%20curve%20pdfs/pathways_lowcarbon_economy_version2.ashx

futuro. En ese informe se estima que el clinker es responsable de la mayoría de las emisiones de CO₂ generadas en la industria del cemento, agregando hasta 0,78 toneladas métricas de CO₂ por tonelada métrica de clinker.

El Inventario Nacional de Gases de Efecto Invernadero (GEI) en Argentina estima que las emisiones de CO₂ en la industria del cemento y cal se han duplicado el período 2000-2014 y que estas emisiones representan casi el 45% de las emisiones totales causadas por procesos industriales en Argentina. De acuerdo con los múltiples compromisos públicos de Argentina en torno a la reducción de las emisiones de CO₂, es posible que, en el futuro, el país se vea obligado a implementar directivas y estándares con respecto a la compra de derechos de emisión de CO₂ (como sucede en la UE). En caso de que ocurra, LOMA, al igual que otras compañías, podría enfrentar costos incrementales de hasta 50 euros por tonelada métrica de clinker, impactando su estructura de costos.

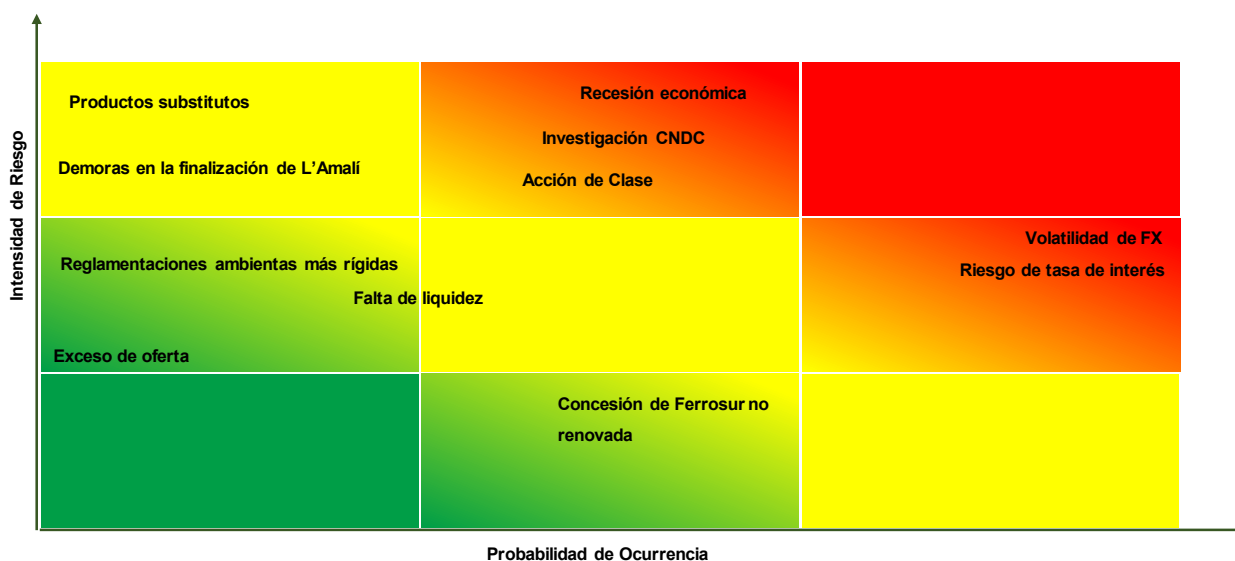


Gráfico XVIII. Tabla intensidad de riesgo - probabilidad de ocurrencia. Fuente: elaboración propia.

Gobierno Corporativo

Estructura corporativa. Luego de operar como una empresa familiar durante casi 80 años, Loma Negra fue adquirida por el grupo cementero brasileño Camargo Correa a través de una de sus subsidiarias, InterCement Brasil S.A. en 2005. InterCement es un actor regional importante, que opera desde hace más de 60 años y se ha convertido en el jugador líder del mercado de cemento argentino a través de esta adquisición. La casa matriz de Loma Negra se encuentra ubicada en Buenos Aires y las subsidiarias de la compañía son las siguientes:

- Recycomb S.A: dedicada al tratamiento de residuos industriales y su uso como combustible alternativo en hornos de cemento.
- Cofesur S.A.: a través de la cual Loma Negra controla indirectamente a Ferrosur Roca S.A. Esta última es una empresa que posee una concesión otorgada por el gobierno argentino para operar la red ferroviaria de carga Ferrosur Roca.

➤ Yguazu Cementos S.A.: es una de las dos principales productoras de cemento en Paraguay, con una participación de mercado superior al 46%.

Principales accionistas. La compañía tiene 596 millones de acciones en circulación. Tiene acciones de una sola clase con igual derecho de voto. No hay acciones preferentes. Actualmente, el accionista mayoritario es Loma Holding GmbH (controlada por InterCement Participações S.A), que posee el 51,04% de las acciones y el resto flota en el mercado. Según la compañía, no ha habido cambios significativos en los porcentajes de los principales accionistas durante el último año fiscal.

Directorio. El Directorio de LOMA está compuesta actualmente por siete miembros, que fueron elegidos en la Asamblea el año pasado. Todos ellos tienen experiencia considerable en gestión, administración de empresas y finanzas, y la mayoría de ellos ocuparon cargos relevantes en la empresa o en el grupo. Tres de cada siete miembros son independientes (por encima del mínimo requerido por Ley de Argentina), lo que representa más del 40%. Esto cumple con las regulaciones de la SEC y la NYSE sobre emisores privados extranjeros, que son regulados principalmente por las reglas de su propio país de origen.

Evaluación de la Transparencia del Gobierno Corporativo. Como se indicó anteriormente, LOMA califica como un "emisor privado extranjero", sujeto (en su mayor parte) a las leyes de su país de origen. A diferencia de la regulación estándar de NYSE, que requiere que las compañías cotizadas nacionales sigan y publiquen una serie de lineamientos de gobierno corporativo, las leyes de Argentina aún no requieren que las empresas adopten o publiquen una guía relacionada con el gobierno corporativo.

Sin embargo, para evaluar la calidad del gobierno corporativo, llevamos a cabo un escrutinio exhaustivo de Loma Negra considerando los Principios de Gobierno Corporativo publicado por la OCDE.

Sostenibilidad y Responsabilidad social. Según LOMA, la compañía lleva a cabo medidas necesarias para reducir el impacto negativo sobre el medio ambiente y la sociedad, en los lugares donde opera. Para alcanzar ese objetivo, participa en una serie de programas destinados a mejorar la calidad de vida y minimizar el impacto medio ambiental. Participan del Pacto Mundial de las Naciones Unidas y son miembros de la Iniciativa de Sostenibilidad del Cemento. Junto a la Fundación Loma Negra, estas iniciativas tienen la intención de mejorar el desarrollo juvenil en las comunidades donde tienen lugar las actividades.

1.2. Anexos

Directorio de LOMA

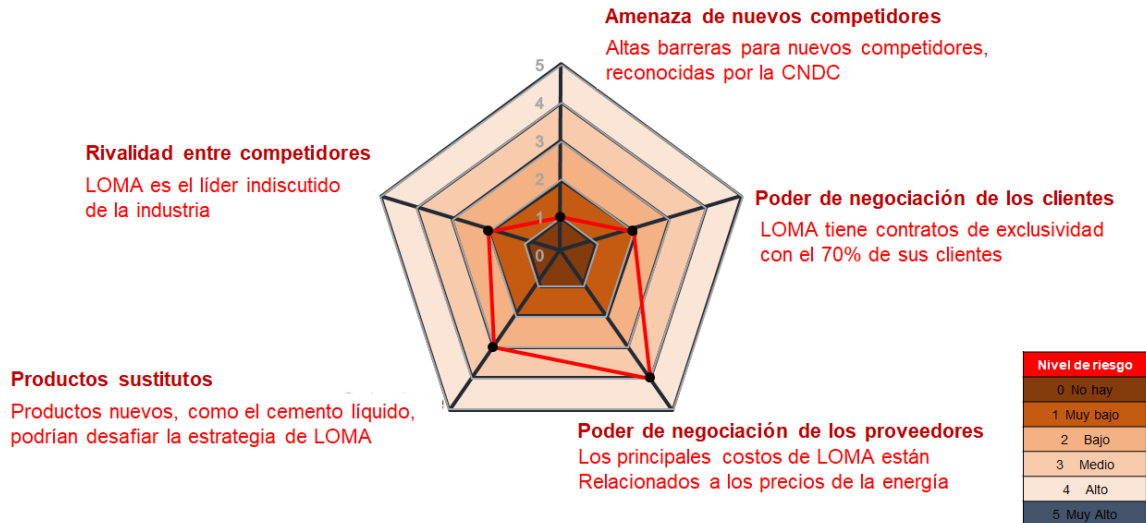
Nombre	Cargo	Descripción
Franklin Feder	Presidente	- Presidente del board de directores de InterCement Participações S.A. - MBA IMD Business School
Sergio Damián Faifman	CEO de LOMA	- Presidente del board de Yguazú Cementos S.A., Ferrosur Roca S.A., Cofesur S.A. y Recycomb S.A.U. - Vicepresidente de la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland de Argentina. - MBA UCEMA
Paulo Nigro	Miembro del directorio	CEO de InterCement
Paulo Diniz	Miembro del directorio	CFO de InterCement
Diana Mondino	Miembro del directorio	Independiente
Carlos Boero Hughes	Miembro del directorio	Independiente
Sergio Daniel Alonso	Miembro del directorio	Independiente

Principales Ejecutivos

Nombre	Posición	Descripción
Sergio Damián Faifman	CEO de LOMA	- Presidente del board de Yguazú Cementos S.A., Ferrosur Roca S.A., Cofesur S.A. y Recycomb S.A.U. - Vicepresidente de la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland de Argentina. - MBA UCEMA
Marcos Isabelino Gradín	CFO de LOMA	- Miembro del board de Yguazú Cementos S.A., Ferrosur Roca S.A., Cofesur S.A. y Recycomb S.A.U. - Master en finanzas corporativas de UCEMA
Eduardo Blake	Director de logística, compras y supply chain	- Miembro del board de Yguazú Cementos S.A., Ferrosur Roca S.A., Cofesur S.A. y Recycomb S.A.U. - 40 años de experiencia en el grupo.
Dardo Ariel Damiano	Director industrial	- Miembro del board de Ferrosur Roca S.A., Cofesur S.A. y Recycomb S.A.U. - MBA IAE Business School
Gerardo Oscar Diez	Director comercial	- Miembro del board de Yguazú Cementos S.A., Ferrosur Roca S.A., Cofesur S.A. y Recycomb S.A.U. - MBA Universidad Austral
Damian Ariel Caniglia	Director de RRHH	- Miembro del board de Ferrosur Roca S.A. y Cofesur S.A. - Master en HR en Universidad de San Andres.
Gustavo Daniel Romera	Director general de Ferrosur Roca	- Miembro del board de Ferrosur Roca S.A. y Cofesur S.A. - Ingeniero mecánico de UTN.
Matías Cardarelli	Director general de Yguazú Cementos	- MBA UCEMA
Lucrecia Loureiro	Gerente de asuntos legales	- Responsable de asuntos legales de Yguazú Cementos y Ferrosur Roca.

Análisis de las 5 fuerzas de Porter

Análisis Porter



1. Poder de negociación de los proveedores

Loma Negra no está expuesta a ningún riesgo relacionado al acceso a la materia prima, ya que cuenta con el derecho de explotar las canteras de piedra caliza que necesita para el proceso de producción. La compañía utiliza varios materiales, como mineral de hierro, arcilla y puzolana, que obtiene de proveedores. El costo de estos materiales podría verse afectado por cambios en su proceso de producción o en los proveedores. Sin embargo, esto es poco probable ya que las concesiones para la explotación de las minas son otorgadas por décadas y tienen posibilidad de renovación. Puntualmente en el caso del mineral de hierro, este puede ser reemplazado por otros materiales que contengan hematita o magnetita. Además, las compañías cementeras pueden usar residuos de hierro de sus canteras en la producción de clínker.

Con respecto al gas y la energía, Loma Negra tiene contratos anuales con sus proveedores (YPF S.A., Total S.A., Energy Traders S.A. y Genneia S.A.) y distribuidores (Ecogas, Distribuidora de Gas del Centro S.A. y Cammuzi) que garantizan la continuidad de sus operaciones. La producción y distribución de gas y energía se consideran servicios públicos por el gobierno, por lo que están sujetas a numerosas regulaciones que no permiten que el precio flote libremente y se distancie del precio internacional.

2. Poder de negociación de los clientes

Loma Negra tiene un historial de más de 90 años en el mercado, lo que le ha permitido establecer relaciones duraderas con sus clientes. Aproximadamente el 70% de su base de clientes (que representa alrededor del 77% del total de las ventas) opera bajo contratos de exclusividad a largo plazo. Ninguno de los clientes representa más del 4% de los ingresos totales por ventas netas. Esta atomización de los compradores disminuye la exposición a sus decisiones, ya que un comprador solo no tiene un impacto significativo en las ventas totales. Además, la empresa celebró contratos de exclusividad a largo plazo con grupos de hormigoneras nacionales.

Según la encuesta de clientes de Loma Negra de 2016, la satisfacción general de sus clientes es la más alta del mercado: 7.9, y la calidad del cemento tiene un puntaje de 9.1 en comparación con el promedio de sus competidores de 8.0.

3. *Rivalidad entre competidores*

Loma Negra es la única cementera con alcance nacional; gracias a la localización de sus plantas de producción y su capacidad de distribución, eventualmente podrían llegar a todo el territorio argentino. Es la compañía líder del mercado, con un share del 46%. Debido al alto costo del transporte de cemento, los productores están limitados a competir en las regiones en las que se encuentran sus plantas. Las operaciones a gran escala de Loma Negra traen aparejadas ventajas competitivas importantes, como la rentabilidad y la logística integrada. Esta última incluye la concesión y la operación de Ferrosur Roca, línea ferroviaria que se expande por todo el principal centro de consumo de Argentina, la provincia de Buenos Aires.

En los últimos años, la compañía ha introducido innovaciones en algunas de sus principales plantas de producción que, (i) mejoraron el rendimiento, (ii) redujeron costos operativos y (iii) ampliaron líneas de producción. Según Loma Negra, gracias a estos ha obtenido resultados operativos que están por encima del promedio de la industria. Las ventajas de Loma Negra frente a sus competidores se basan en su gran escala y sus eficiencias operativas, que actualmente están fuera del alcance de las otras tres empresas. Para los competidores sería muy difícil tomar una parte de su mercado, debido a la falta de acceso a otras canteras de piedra caliza y a la dificultad para competir con los precios de Loma Negra debido a su eficiencia.

Sin embargo, como indicamos en nuestro informe, la concesión de Ferrosur Roca finaliza en 2023 y, aunque puede renovarse, existe una pequeña posibilidad de que esto no suceda, y tenga un impacto en la logística de distribución de la compañía.

4. *Amenaza de nuevos competidores*

(i) La posición favorable del mercado, (ii) la escala de la compañía en Argentina, y (iii) la naturaleza misma de la industria del cemento, constituyen una barrera importante para el acceso de nuevos competidores al mercado del cemento. Las reservas de piedra caliza que se explotan actualmente están ubicadas estratégicamente cerca de centros neurálgicos de consumo; los potenciales nuevos competidores encontrarían dificultades para acceder a materias primas en primer lugar y a canteras con una ubicación favorable en segundo lugar. Paralelamente, las empresas cementeras argentinas están relativamente protegidas contra las importaciones, ya que el costo de las mismas aumenta significativamente debido a aranceles y restricciones comerciales.

5. *Productos sustitutos*

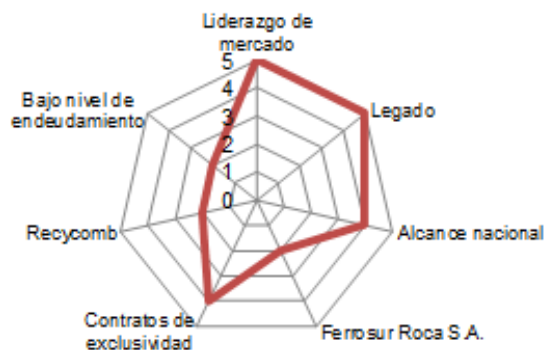
La Comisión Nacional de Defensa de la Competencia ha reconocido que no hay productos sustitutos para el cemento Portland. Aunque hay otros materiales que pueden usarse en la construcción (como yeso, plástico y aluminio), actualmente no hay reemplazos para el cemento. En caso de que se introduzcan nuevas técnicas y materiales de construcción, podría haber una pérdida del *market share* del cemento. Sin embargo, no hay señales de que esto vaya a suceder en el corto plazo. Por esta razón no consideramos que esto constituya una amenaza sustancial.

Análisis FODA

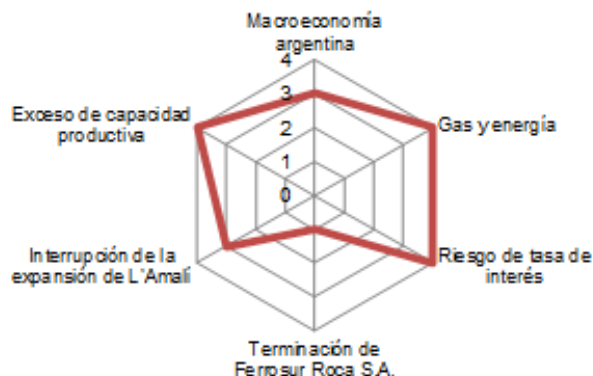
FORTALEZAS	DEBILIDADES
<u>Líder del Mercado:</u> con un 45% del <i>market share</i> en Argentina.	<u>Ciclos de Argentina:</u> como cualquier empresa argentina, LOMA está expuesta a las fluctuaciones macro, depreciación de la moneda y cambios políticos del país.
<u>Alcance Nacional:</u> única Compañía con plantas de producción de Clinker y distribución en todo el territorio argentino.	Algunos costos dolarizados que generan un <i>mismatch</i> dados los ingresos en ARS.
Presencia en Paraguay debido al control de Yguazú Cementos SA (con más de un 40% del <i>market share</i> en dicho país).	<u>Energía y gas:</u> costos vinculados con precios internacionales en USD. En caso de otra depreciación importante de la moneda, estos costos aumentarán.
Sólido <i>track record</i> , con más de 90 años de historia en la industria del cemento.	<u>Riesgo de tasa de interés:</u> una porción significativa de la deuda de LOMA genera intereses a tasas variables.
<u>Poder de Retención de Clientes:</u> contratos de exclusividad de largo plazo con el 70% de sus clientes.	<u>Perfil de liabilities:</u> más del 60% de la deuda de LOMA es de corto plazo.
El control de FerroSur permite a la compañía conectar no sólo 6 de sus plantas entre sí, sino a éstas con nodos centrales.	Industria intensiva en términos de capital y energía (tanto térmica como eléctrica).
<u>Integración vertical:</u> ningún tercero como proveedor de piedra caliza (LOMA como propietaria de reservas significativas y estratégicamente localizadas, de alta calidad y proximidad a la superficie).	
<u>Sólidos financieros:</u> es una de las empresas de su rubro menos apalancada. Deuda/EBITDA < 1.	

OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<u>Expansión:</u> eficiencias operativas gracias a la puesta en marcha de L'Amalí II.	<u>Luchas legales:</u> la empresa enfrenta procedimientos legales en Argentina y los Estados Unidos.
<u>Proyectos PPP:</u> si se logran implementar, es una gran oportunidad para no perder ventas a pesar de la caída en la inversión pública en infraestructura.	<u>Recesión y estancamiento económico argentino:</u> esto puede ser más largo de lo esperado e impactar las operaciones de LOMA.
Déficit de infraestructura en Argentina y Paraguay, junto con el bajo consumo de cemento per cápita en comparación con sus pares, representa una oportunidad de expansión de la industria del cemento.	<u>Regulaciones ambientales más estrictas:</u> la implementación eventual de medidas tales como las asignaciones de CO ₂ afectarán la estructura de costos de LOMA.
	<u>Productos sustitutos:</u> introducción de nuevos productos como el cemento fluido.
	<u>No renovación de la concesión de Ferrosur Roca luego del 2023.</u>

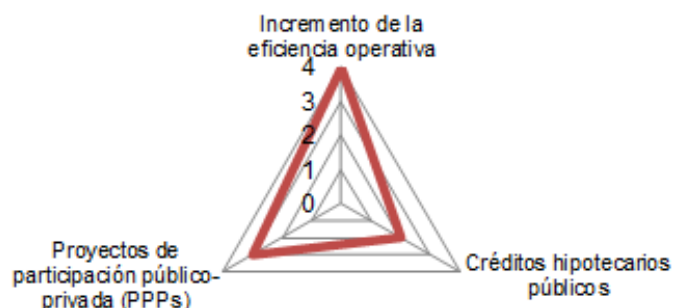
Fortalezas



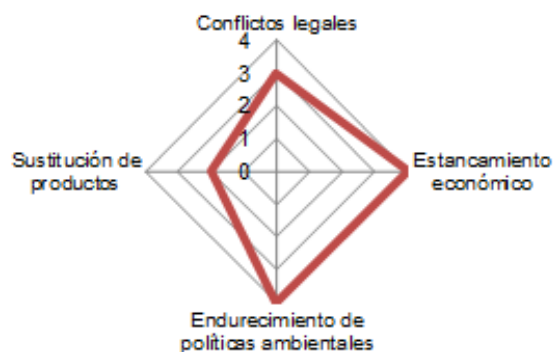
Debilidades



Oportunidades



Amenazas



Estado de Resultados Escenario Base

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Estados de Resultados Proyectados							
<i>Estados consolidados en Mill U\$S</i>							
Ventas	814	560	574	698	822	868	962
Costos	- 607	- 418	- 425	- 497	- 556	- 584	- 626
EBITDA	207	142	149	202	266	284	336
Amortizaciones y Depreciaciones	- 35	- 22	- 15	- 18	- 19	- 20	- 19
Otros	- 23	- 33	- 30	- 9	- 9	- 11	- 12
EBIT	149	87	104	175	238	254	305
Resultado Financiero	- 28	- 22	- 28	- 34	- 35	- 25	- 21
EBT	121	65	76	141	202	228	284
Impuesto a las Ganancias	- 29	- 16	- 18	- 34	- 48	- 55	- 68
Utilidad Neta	92	49	58	107	154	174	216
Intereses Minoritarios	- 5	- 2	- 3	- 5	- 8	- 9	- 11
Utilidad Neta atribuible a los accionistas	87	47	55	102	146	165	205

Balance Escenario Base

Escenario Base	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
BALANCE							
Estados consolidados en Mill U\$S							
Inventarios	99	69	86	89	96	101	112
Otros créditos	13	9	11	12	13	14	15
Créditos por Venta	68	47	58	62	68	72	80
Caja y equivalentes	10	10	10	10	10	10	10
Inversiones	161	74	5	140	187	243	296
Activos corrientes totales	350	209	170	312	373	440	513
PPE	321	274	405	457	451	458	465
Bienes intangibles	4	2	2	1	1	1	1
Inversiones	0	0	0	0	0	0	0
Goodwil	2	1	1	1	1	1	1
Inventarios	12	8	10	11	11	12	13
Otros créditos	8	17	17	16	16	16	17
Créditos por Venta	-	-	-	-	-	-	-
Activos no corrientes totales	347	302	434	486	480	488	497
TOTAL ACTIVOS	697	511	604	798	854	928	1.010
Deudas por ventas	127	69	88	93	106	112	120
Adelanto de clientes	11	7	9	10	11	12	13
Sueldos y cargas sociales a pagar	29	18	19	21	22	23	24
Impuestos a pagar	31	20	26	28	31	33	36
Otras deudas	2	1	1	2	2	2	2
Préstamos corrientes	140	102	116	116	116	116	116
Pasivos corrientes totales	340	217	261	269	287	297	311
Deudas por ventas	4	3	2	3	3	3	4
Provisiones	9	6	6	6	7	7	7
Impuestos a pagar	0	-	-	-	-	-	-
Otras deudas	1	1	1	1	1	1	1
Préstamos	95	105	161	161	161	161	161
Impuestos diferidos	12	8	10	11	12	13	14
Pasivos no corrientes totales	120	122	180	182	184	185	187
TOTAL PASIVOS	460	340	441	452	471	482	498
TOTAL PATRIMONIO NETO	237	171	163	347	383	446	513

Cash Flow Escenario Base

LOMA

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cash Flow Proyectado LOMA							
<i>En Mill U\$S</i>							
Ventas	743	492	516	642	768	819	916
Costos	- 566	- 380	- 391	- 463	- 522	- 554	- 597
EBITDA	177	112	125	180	245	265	318
<i>Margen de EBITDA</i>	24%	23%	24%	28%	32%	32%	35%
IIGG (sobre EBIT)	- 34	- 20	- 23	- 39	- 53	- 57	- 69
Class Action					- 55		
Var. Capital de Trabajo	13	- 6	2	2	4	0	7
Flujo Operativo	156	86	100	143 	141	208	243
CapEx	- 63	- 50	- 187	- 112	- 48	- 48	- 47
Free Cash Flow	93	36	88	30	93	160	196

Yguazú

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cash Flow Proyectado YGUAZÚ							
<i>En Mill U\$S</i>							
Ventas	71	68	58	56	54	49	47
Costos	- 41	- 38	- 34	- 34	- 33	- 30	- 29
EBITDA	30	30	24	22	21	19	18
<i>Margen de EBITDA</i>	42%	44%	42%	39%	38%	39%	38%
IIGG (sobre EBIT)	- 3	- 3	- 3	- 3	- 3	- 2	- 2
Class Action					-		
Var. Capital de Trabajo	1	- 1	0	0	1	1	1
Flujo Operativo	28	26	21	19 	17	17	16
CapEx	- 6	- 5	- 4	- 4	- 4	- 4	- 4
Free Cash Flow	22	21	17	14	13	12	12

Sección 2. *IPO*: Marco teórico y caso de estudio

2.1. Qué es un *IPO*

Una Oferta Pública inicial (OPI o *IPO* por sus siglas en español e inglés respectivamente) es el proceso por el cual una compañía ofrece, por primera vez, acciones al público en un mercado de valores. A través del mismo ésta deja de ser una empresa privada para transformarse en una empresa pública. Llevar a cabo un *IPO* constituye un punto de quiebre en el recorrido de toda compañía. Es uno de los pasos más determinantes en su crecimiento, “dado que las implicaciones de cotizar en un mercado afectan a todos los aspectos de la misma, desde su organización hasta su forma de operar”⁷. Es una estrategia de crecimiento que le permite recaudar un monto de capital considerable por parte de nuevos inversores, mientras se hace pública prácticamente toda su información. Además, si bien es posible deslistarse de ser necesario, se trata de una operación costosa y difícil de orquestar, por lo que salir a la bolsa no es una decisión fácilmente reversible.

El tipo de oferta que se realice estará determinado por el motivo que dio lugar al *IPO*. Hay dos motivos principales que incentivan esta operación. Por un lado, el objetivo puede ser obtener capital adicional para llevar a cabo el plan de negocios, al invertir en equipamiento, capital de trabajo o repagar deuda, entre otras cosas. En este caso, se optará por una oferta primaria, en que la compañía emite nuevas acciones y el capital recaudado por la venta de las mismas engrosará las arcas de la compañía. Por el otro, un *IPO* puede ser también una estrategia de salida para los accionistas privados (accionistas *pre-money*). En este tipo de oferta, denominada secundaria, se les brinda a dichos accionistas la oportunidad de monetizar su inversión vendiendo sus tenencias o parte de ellas, por lo que la compañía no percibe el dinero resultante de la colocación. Es posible que un *IPO* incluya ambos tipos de oferta, en una oferta combinada -como en el caso de Loma Negra-, que será desarrollado en las páginas siguientes.

Transformarse en una compañía pública trae aparejadas una serie de ventajas y desventajas que deben ser consideradas por toda empresa antes de salir al mercado. En cuanto a las ventajas, la mayoría gira en torno al *IPO* como fuente de financiamiento adicional y potencialmente más eficiente. . Por empezar, salir a la bolsa puede abaratar el costo de capital, derivando en una estructura de capital más eficiente. Esto es consecuencia, principalmente, del impacto del *IPO* en la deuda, tanto existente como futura. Por un lado, listarse en el mercado suele aumentar el poder de negociación de la empresa con los bancos, ya que el incremento en la transparencia y la credibilidad que esto conlleva le permite ampliar el *pool* de potenciales prestamistas. Así suelen conseguir mejores condiciones de financiamiento, reflejadas en una baja de la tasa de interés y/o una menor concentración de los acreedores⁸. La salida al mercado puede traer aparejadas otras eficiencias, dependiendo de la situación en que se encuentre la compañía. Algunos ejemplos son: el uso de los fondos recaudados para la cancelación de emisiones de deuda con *covenants* que limitaran la toma de decisiones del *management* y el crecimiento del negocio, y la disminución de la probabilidad de un incumplimiento crediticio (ya que el *equity* no conlleva una obligación de pagos futuros definidos como sí lo hace la deuda). Baxter y Stiglitz profundizan este punto, al incluir “el costo de la bancarrota en el cálculo de la estructura de capital óptima. Sostienen que, si una firma obtiene demasiado financiamiento a través del endeudamiento, el incremento de la posibilidad de

⁷ Furió, E. (2018, 15 de marzo). Salidas a Bolsa: una estrategia de crecimiento para las empresas. BBVA.com. Recuperado de <https://www.bbva.com/es/salidas-bolsa-estrategia-crecimiento-empresas/>

⁸ Pagano, M. et al. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, The Journal of Finance, Vol LIII, 1998. Recuperado de <http://www.csef.it/pagano/jf-1998.pdf>

bancarrota (o *financial distress*) conlleva un costo que perjudica el valor de la firma”, por lo que disminuir el nivel de deuda en favor del *equity* reduciría este impacto.⁹

A su vez, listarse en el mercado deja abierto un nuevo canal de financiamiento a futuro, pues la compañía tendrá, potencialmente, la capacidad de obtener capital adicional a través de nuevas ofertas, conocidas como *follow-on*.¹⁰ Otra de las ventajas es el incremento y la diversificación de la base de accionistas, ya que al tratarse de una oferta pública pueden participar inversores tanto institucionales como *retail*. Finalmente, es un mecanismo de retención de empleados, porque permite motivar al *management* y a los empleados mediante el diseño de esquemas de compensación que suponen para ciertos empleados la tenencia presente o futura de *equity*.

En oposición, pasar de ser una compañía privada a una pública conlleva también desventajas. Listarse en el mercado implica una serie de gastos, no sólo aquellos correspondientes al *IPO* -como los *underwriting fees*- sino también costos contables y legales que serán recurrentes. Estos incluyen los costos de cumplir con los requerimientos del o de los mercados en los que se liste la compañía y aquellos generados por la obligación de publicar información que hasta el momento previo al *IPO* era privada. El hecho de hacer pública prácticamente toda la información de la empresa es una desventaja en sí misma, ya que los competidores cuentan con datos estratégicos que antes no tenían. Por último, la participación de nuevos accionistas implica una pérdida de control por parte del *management*, que se verá forzado a una mayor formalización del proceso decisorio por la responsabilidad fiduciaria que su posición en la compañía supone frente a la comunidad inversora. Ésta, paralelamente, exigirá del *management* resultados a corto plazo que podrían limitar aún más el margen dentro del cual se toman las decisiones.

Una vez que el *management* pondera estos escenarios y define que salir a la bolsa sería una buena estrategia de financiamiento para la compañía, hay una serie de elementos, tanto internos como externos, que deberían ser evaluados. Nos referimos a las condiciones que tendrán un impacto en la emisión: la situación en que se encuentra la propia empresa, su industria y el o los mercados en que se listará. En cuanto al primer punto, “generalmente, una compañía comienza a pensar en salir al mercado cuando los fondos necesarios para cubrir las demandas del negocio exceden las habilidades de la compañía de obtener capital adicional en términos atractivos a través de otros canales”.¹¹ A su vez, se tiene que haber alcanzado un nivel de madurez suficiente que permita cumplir con los requisitos del ente regulador y los de los accionistas minoritarios. En cuanto a los primeros, tras la presentación de la información inicial requerida por el regulador para admitir que la compañía se liste públicamente, ésta deberá continuar reportando periódicamente mientras cotice en el mercado. Las exigencias pueden variar dependiendo del mercado en que se encuentre listada la compañía. En Argentina, “corresponde a la sociedad emisora presentar para su difusión al público inversor los estados contables trimestrales y anuales [...]. Además, debe informar todo hecho relevante que pueda afectar el comportamiento del precio del título en el mercado, así como también toda información que involucre a sus sociedades controlantes o controladas directas”.¹² Esta obligación persigue, también, resguardar el interés de los accionistas minoritarios - aquellos que poseen menos del 50% del total de las acciones de la compañía. Sus derechos están determinados por la Ley General de Sociedades N° 19.550, que les concede, entre otros: “los derechos de suscripción preferente y acrecer en caso de aumentos de capital”, “denunciar a la sindicatura los hechos o actos que consideren puedan afectar negativamente los negocios de la sociedad”, con la condición de que

⁹ Brau, J. (2019, julio). Why do Firms go Public?. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/228252740_Why_Do_Firms_Go_Public

¹⁰ Hayes, A. (2019, 29 de julio). *IPO*. Investopedia. Recuperado de <https://www.investopedia.com/terms/i/IPO.asp>

¹¹ PWC. (2013). *Roadmap for an IPO: A guide to going public*. Pp. 4.

¹² BCBA. (2020). Oferta pública y listado. Recuperado de: <https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/financiarse/como-emitir/>

representen al menos 2% del capital social; y “requerir al directorio – o al síndico – la convocatoria a asambleas ordinarias y extraordinarias de accionistas, indicando los temas a tratar”, para los accionistas que representen al menos el 5%.¹³

Si las condiciones internas resultan óptimas, el siguiente paso es analizar el contexto para confirmar que es un momento adecuado para llevar a cabo un *IPO*. Como observamos en el *Gráfico XIX*, “la demanda de nuevas emisiones puede variar drásticamente, dependiendo de la fortaleza del mercado a nivel global, la opinión del mercado acerca de los *IPOs* y las condiciones económicas y de la industria, entre otras cosas. [...] La ventana de oportunidad para *IPOs* puede estar abierta para compañías de determinadas industrias y otras veces la ventana puede estar abierta para cualquier compañía, sin importar la industria”¹⁴. Como veremos en la sección siguiente, en el caso de Loma Negra se trataba de un mercado favorable en general pero particularmente bueno para la industria de la construcción.

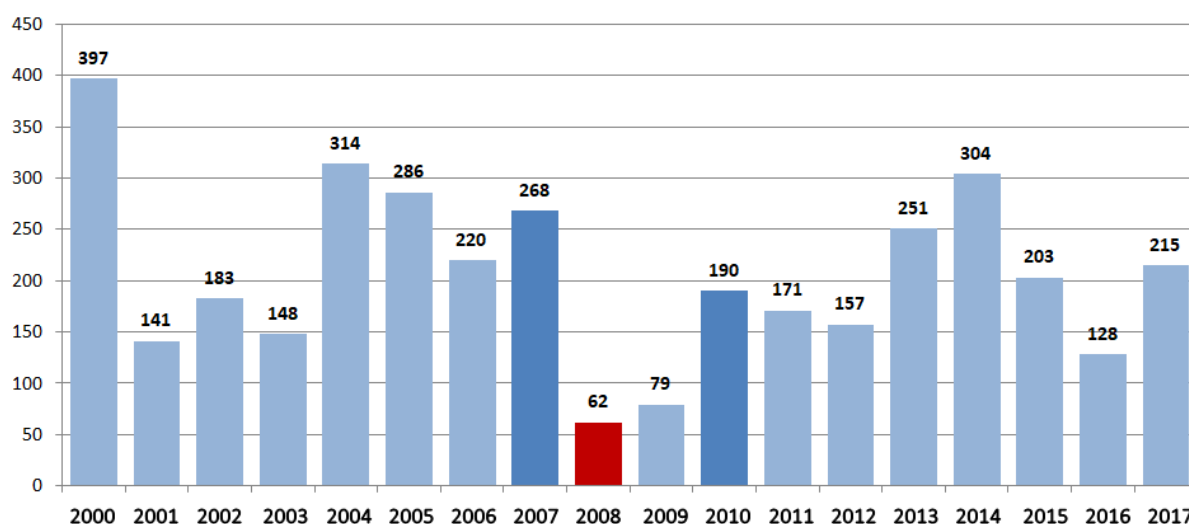


Gráfico XIX. Cantidad de IPOs por año en mercados de Estados Unidos. Fuente: Audit Analytics¹⁵

Si las condiciones de la empresa, la industria y el contexto macroeconómico aprueban dicho análisis, el siguiente paso será definir en qué mercado o mercados se listará la compañía. En líneas generales, a mayor tamaño del mercado, más estrictos serán sus requisitos. En términos de capitalización bursátil o *market capitalization*, la mayor bolsa de valores del mundo es el New York Stock Exchange (*NYSE*).¹⁶ Las compañías allí listadas obtienen una gran credibilidad ya que deben cumplir con los requerimientos iniciales para salir a dicho mercado y, a su vez, cumplir con los requisitos trimestrales y anuales exigidos. Existen dos formas de listarse en *NYSE*: además de la cotización ordinaria, es posible para compañías extranjeras listarse mediante la emisión de *American Deposit Receipts (ADR)*. Los *ADR* son certificados que representan las acciones de una compañía extranjera y son custodiadas por un banco

¹³ Castro Sammartino, M.E. (2017, 10 de septiembre). Derechos de los accionistas minoritarios en la Argentina. Recuperado de <https://cspabogados.com.ar/derechos-de-los-accionistas-minoritarios-en-la-argentina/>

¹⁴ Ibid., pp 4.

¹⁵ Ntiamoah, P. (2018, 03 de agosto). *Evidence the IPO Market is Thawing*. Auditanalytics.com. Recuperado de <https://blog.auditanalytics.com/IPO-trends-and-statistics-report/>

¹⁶ Winck, B. (2020, 19 de junio). *Here are the 10 biggest stock exchanges in the world, ranked by market cap*. Recuperado de: <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/biggest-stock-exchanges-world-ranked-market-cap-nyse-nasdaq-trading-2020-6-1029325478#1-new-york-stock-exchange10>

en un fideicomiso en el país de origen de la compañía. Un *ADR* puede representar una sola acción subyacente (*ratio 1:1*), o también puede representar una fracción de una acción o múltiples acciones. “El uso de este *ratio* (*ADR ratio*) permite que los *ADR* tengan un precio más acorde a los precios de las acciones del mercado estadounidense”.¹⁷ Los *ADR* se categorizan en tres niveles, dependiendo del nivel de requisitos de la *SEC* (*Securities and Exchange Commission*) al que están sujetos:

- Nivel I: Requiere el menor nivel de cumplimiento y supervisión regulatorios, el único formulario que se debe presentar es la *Form F-6*, ya que está exento del resto de los requisitos de informes de la *SEC*. Debido al bajo nivel de control al que se someten, los *ADR* Nivel I no se pueden utilizar para recaudar capital (en una oferta pública) y sólo se negocian en mercados *over-the-counter* (*OTC*)¹⁸.
- Nivel II: Está sujeto a todos los requisitos de información de la *SEC*, que incluyen la presentación del formulario F-6, el 20-F y los informes financieros anuales de acuerdo a los principios de contabilidad generalmente aceptados, *GAAP* por su sigla en inglés. Los *ADR* Nivel II tampoco pueden ser utilizados para recaudar capital, pero sí pueden cotizar en mercados formales. Por esta razón, brindan a la compañía emisora una mayor exposición a inversores extranjeros.
- Nivel III: Los requisitos formales son similares a los del Nivel II, la diferencia recae en que los *ADR* Nivel III sí pueden utilizarse para recaudar capital mediante una oferta pública dentro del mercado estadounidense. Para registrar este procedimiento, la compañía debe presentar el formulario F-1 ante la *SEC*.¹⁹ Este fue el nivel de *ADR* utilizado por Loma Negra para poder llevar a cabo el *IPO* en *NYSE*.

Independientemente del nivel de *ADR* del que se trate, listarse de esta forma difiere en varios puntos de una cotización ordinaria. Por un lado, presenta limitaciones a la hora de “competir” con acciones, ya que los *ADR* están sujetos a tasas e impuestos adicionales. Las primeras son las “*pass-through fees*” que compensan al banco depositario por custodiar las acciones. En cuanto a los impuestos, dependiendo del país de origen de la compañía, pueden aplicarse retenciones locales sobre el pago de dividendos de los *ADR*.²⁰ Ambas variables hacen que invertir en compañías extranjeras a través de sus *ADR* resulte menos atractivo para el público inversor. Por el otro lado, listarse a través de *ADR* conlleva menos requisitos y costos que hacerlo de forma “ordinaria”. De todas maneras, listarse en *NYSE* -y otros mercados de primera línea- es más costoso que hacerlo en la mayoría de las bolsas del mundo. El principal beneficio de salir al mercado internacionalmente es el acceso a un caudal de capitales que difícilmente pueda ser encontrado en el país de origen de la compañía, fundamentalmente en países que cuentan con mercados de capitales muy pequeños, como el argentino.. A su vez, la liquidez adicional que se consigue con una oferta internacional suele mejorar la rentabilidad para los accionistas y disminuir el costo de capital, ya que se reduce la penalidad que el mercado le asigna a los activos ilíquidos. Para compañías maduras y que necesitan obtener un monto de capital considerable, una práctica usual es realizar un *dual listing*, que implica listarse en el mercado local y en uno internacional al mismo tiempo.

¹⁷ *Securities and Exchange Commission* (SEC). (2012, agosto). *Investor Bulletin: American Deposit Receipts*. Recuperado de: <https://www.sec.gov/investor/alerts/adr-bulletin.pdf>

¹⁸ Un mercado *OTC* es un mercado descentralizado, en que las negociaciones se llevan a cabo directamente entre dos partes, sin la intervención o supervisión de un regulador. Los mismos carecen de las facilidades de los mercados formales, que favorecen la liquidez y la transparencia, particularmente en los precios de los activos.

¹⁹ Horton, M. (2020, 21 de febrero). *How Do Level I, Level II and Level III ADRs Differ?* Investopedia. Recuperado de: <https://www.investopedia.com/ask/answers/041015/what-are-differences-between-levels-i-ii-and-iii-american-depository-receipts-adrs.asp>

²⁰ Nasdaq. (2018, 24 de octubre). What Is an ADR, and How Is It Different From a Regular Stock? Recuperado de: <https://www.nasdaq.com/articles/what-adr-and-how-it-different-regular-stock-2018-10-24>

La principal ventaja que conlleva es la exposición de la compañía ante un mercado considerablemente más profundo que el local, mientras que la cotización en este último sirve como *signaling* de transparencia ante los inversores extranjeros. Este fue tipo de *IPO* que llevó a cabo Loma Negra: salió a cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y en *NYSE* el mismo día.

Cómo se define y cómo lograr un IPO exitoso

A la hora de evaluar el resultado de un *IPO*, cada compañía puede tener sus propios parámetros en relación con los objetivos que lo motivaron. Sin embargo, es posible identificar una serie de indicadores que sirven para medir, desde una mirada *outsider*, el éxito de una oferta inicial. “En los años que la precedieron y durante la década de 1990, uno de los parámetros cuyo uso estaba extendido era el de la suba del precio de la acción durante el primer día de cotización. De hecho, en el boom de *IPOs* que tuvo lugar en esa época, se llegó a considerar que una duplicación del valor de la acción con respecto al precio de salida indicaba que la oferta había sido exitosa. Es cierto que se puede argumentar que alguna medida de *underpricing* sirve como compensación para los inversores de primera ronda, que enfrentan niveles de riesgo que no enfrentarían en ofertas secundarias. Pero incluso entonces, desde la perspectiva de los accionistas *pre-money*, un salto excesivo en el primer día debe verse como un error en el cálculo del rango de precio y, por ende, el fracaso del *IPO* más que de su éxito”²¹. Es por esta razón que diferentes autores, bancos y consultoras han propuesto nuevos parámetros. Una lista que consideramos completa -y que utilizaremos para evaluar la oferta inicial de Loma Negra- es la ofrecida por PWC (2019). La serie de métricas a ser tenidas en cuenta son las siguientes:

- a. “Capital recaudado: cada empresa tiene una medida sobre la cantidad de capital que necesita recaudar con su *IPO* para lograr sus objetivos.
- b. Retorno del precio de la acción: la apreciación del precio de la acción tanto en el primer día de cotización como desde la salida a bolsa hasta el precio actual.
- c. Valuación: la fuerte demanda de una acción de *IPO* generalmente resulta en una valuación más alta para la compañía, ya que un gran interés por parte de los inversores resultará en un libro "sobre-suscrito".
- d. Reclutamiento de nuevos clientes y talentos: transformarse en una compañía pública instala a la marca como un jugador importante dentro de su industria; dicha popularidad puede traer aparejado un incremento de clientes y también puede ayudar a reclutar a los mejores talentos.
- e. Confianza de los proveedores: éstos generalmente ven el proceso público en marcha como un resultado neto positivo para la empresa en términos de estabilidad y perspectivas de crecimiento a largo plazo”²².

²¹ Binder, R. (2002, enero). *A new way to measure IPO success*. McKinsey.com. Recuperado de <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/a-new-way-to-measure-IPO-success>

²² Klausner, D. (2019, 29 de enero). *What makes a successful IPO?* PWC.com. Recuperado de <https://usblogs.pwc.com/deals/what-makes-a-successful-IPO/>

Los últimos dos puntos presentan un desafío a la hora de evaluarlos externamente, ya que la información sobre empleados no está siempre disponible y, al igual que la confianza de los proveedores, puede ser evaluada sólo por alguien que esté en la compañía. Por esta razón, a la hora de evaluar el *IPO* de Loma Negra, nos enfocaremos en los primeros tres criterios.

Al igual que en el punto anterior, distintos actores del mercado proponen una serie de variables que colaboran en la consecución de un *IPO* exitoso. BBVA²³ sostiene que hay siete puntos claves:

1. Ofrecer una *equity story* atractiva: la idea es construir una narrativa convincente que transmita, de la manera más clara y simple posible, una propuesta de inversión llamativa, que resalte las fortalezas y oportunidades de la compañía.
2. Elegir un momento conveniente para realizar la oferta: buscar una ventana de oportunidad óptima, teniendo en cuenta las tendencias del mercado, las potenciales amenazas y las transacciones competidoras.
3. Elegir socios adecuados, incluyendo el consorcio colocador y firmas contables y legales, que participen de la elaboración de los estados financieros y el prospecto.
4. Determinar correctamente el precio de salida de las acciones, es decir, el precio al que los inversores están dispuestos a comprar y el emisor a venderlas.
5. Ajustar el tamaño y la estructura de la oferta pública para garantizar el logro de los objetivos de la empresa y la ejecución de su plan de negocios.
6. Definir los principios sobre los cuales construir la base de accionistas de la empresa: esta es la única ocasión en que la empresa puede elegir a quién quiere como socio en su capital, al asignar las acciones de la oferta. El objetivo es construir una base de accionistas estable y orientada a largo plazo.
7. Considerar que el *IPO* no es un fin en sí mismo, sino el comienzo de una nueva etapa como compañía pública. A partir de allí, el éxito de la empresa se medirá en función de su capacidad para cumplir con su compromiso con los inversores, tanto en lo que respecta a la ejecución de su plan de negocios como en el tratamiento de los accionistas minoritarios.²⁴

A partir de la siguiente sección desarrollaremos un estudio en profundidad del *IPO* de Loma Negra, utilizando los conceptos y parámetros hasta aquí expuestos.

²³ Martínez Fariña, P. (2018, 26 de diciembre). *7 key steps to a successful IPO*. BBVA.com. Recuperado de <https://www.bbva.com/en/7-key-steps-to-a-successful-IPO/>

²⁴ Ibid.

2.2. Caso de estudio: Loma Negra C.I.A.S.A.

El contexto: timing y mercado argentino

Una de las variables más relevantes a la hora de salir a la bolsa es el contexto en que se enmarcará la operación. De acuerdo a una encuesta de Deloitte (2016) en que participaron “casi 3.000 ejecutivos de compañías privadas en una variedad de industrias, aproximadamente un tercio ve el momento del mercado como la mayor preocupación al considerar una oferta pública inicial”.²⁵ Partimos de la premisa de que salir al mercado en un momento desfavorable puede dañar la emisión en cuanto al monto recaudado y al rendimiento de las acciones, entre otras cosas. A partir de allí se descubre el problema sobre el que recae esta variable: la dificultad de definir cuál es un buen *timing* para realizar un *IPO*. Deloitte propone basarse en el nivel de volatilidad del mercado, y para esto toma como medida el VIX, el indicador de la expectativa de volatilidad del mercado calculado con las opciones del índice S&P 500. Sin embargo, aclaran que, si bien este factor no puede ser ignorado, hay una gran cantidad de variables económicas, políticas y globales que pueden impactar en el *IPO* e incluso volver irrelevante rápidamente un *sentiment* positivo del mercado.²⁶

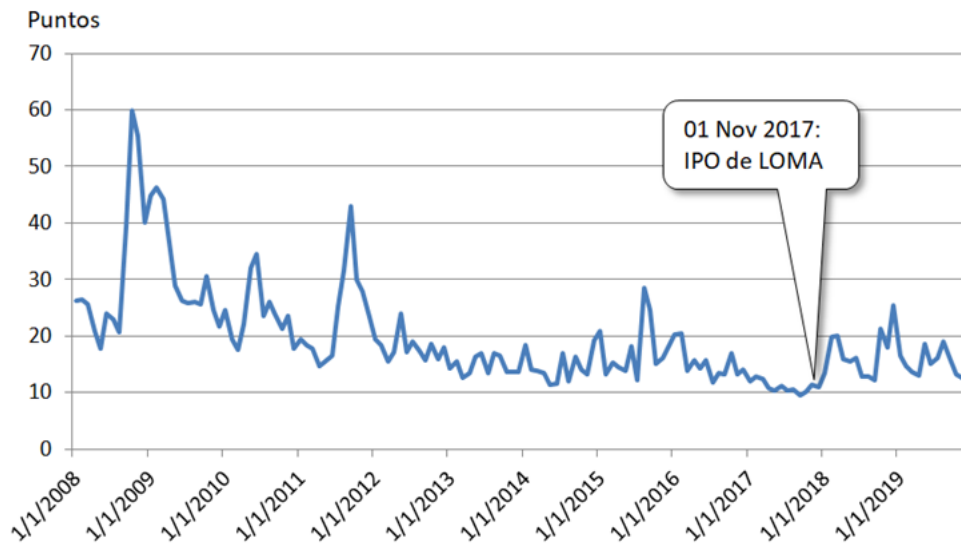


Gráfico XX. CBOE Índice de Volatilidad 2008-2019. Fuente: Yahoo Finance.

Los cambios en estos factores definen las épocas de mayor y menor apetito para las nuevas emisiones. Como vimos en el Gráfico XVII de la sección anterior, el cambio puede ser abrupto: el mercado americano pasó de tener 268 *IPOs* en 2007 a 62 en 2008 y de allí a 190 en 2010 -una baja del 77% en un año y un incremento de 310% en dos años. Algunos analistas creen que los períodos en que se da una gran cantidad de *IPOs* (*hot new-issue periods*) surgen de “un exceso de optimismo por parte de los inversores, que coincide con potenciales emisores que deciden salir al mercado para aprovechar el *sentiment*. Otros señalan el hecho de que una caída en el costo de capital o una mejora en las perspectivas

²⁵ Dissanayake, M. y Gates, H. (2016). *Private company IPOs: Is timing everything?* Deloitte.com. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/audit/us-audit-private-company-IPOs-is-timing-everything.pdf>

²⁶ Ibid.

económicas pueden significar que una serie de proyectos nuevos o inactivos de repente se vuelvan rentables. En esos momentos, muchos empresarios se apresuran a recaudar fondos para invertir en estos nuevos proyectos”.²⁷ Otros autores advierten que estas ventanas de oportunidad, creadas por un exceso de optimismo, resultan en emisiones con retornos decepcionantes para los inversores de largo plazo. Frente a la imposibilidad de que las expectativas excesivamente optimistas se mantengan por tanto tiempo, se genera una caída en el precio de las acciones. Por el contrario, las compañías que salen al mercado durante periodos con poco volumen de emisiones generalmente no experimentan un bajo rendimiento posterior a largo plazo.²⁸ Como veremos a continuación, la emisión de Loma Negra tuvo lugar durante un *hot new-issue period* y se cumplió la tesis de los analistas citados.

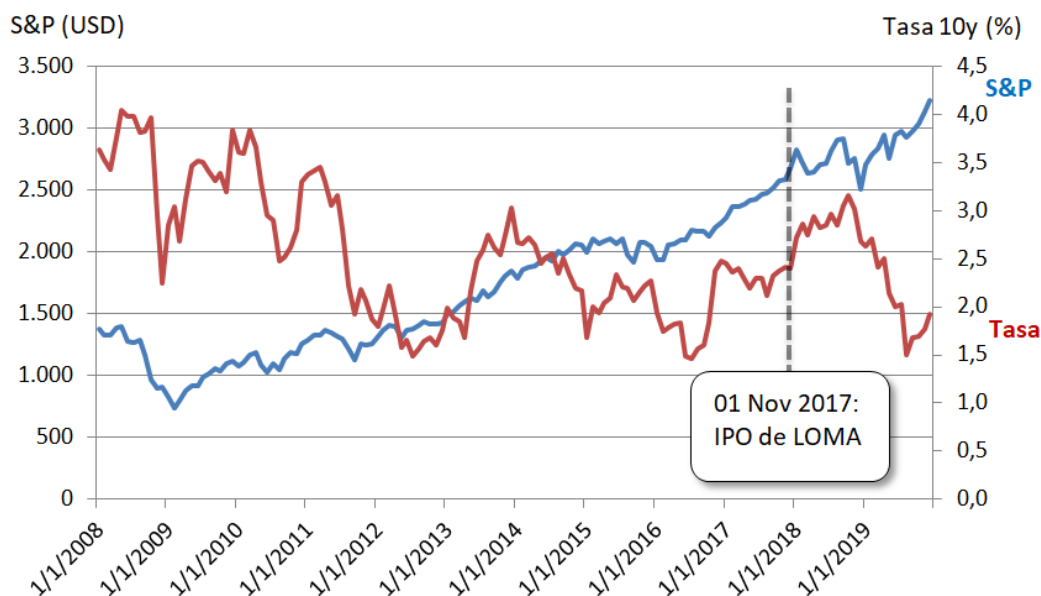


Gráfico XIX. Índice S&P (azul) 500 y 10-year yield EEUU (bordo). Fuente: Yahoo Finance.

En Argentina, durante los doce años de gobierno kirchnerista (2003-2015), se tomaron medidas proteccionistas que cerraron el mercado, disminuyendo tanto el volumen operado en la bolsa como la cantidad de empresas cotizantes. En la llamada “década ganada”, 23 empresas dejaron de cotizar y sólo 12 salieron al mercado, alcanzando en 2014 el nivel más bajo de firmas públicas en cuarenta años.²⁹ El quiebre se dio con la victoria de Mauricio Macri en 2015, a partir de la cual el mercado descontó el inicio de una etapa de apertura comercial y facilidades para el sector privado. El mercado de deuda fue el primero en mostrar una recuperación que luego se extendió al mercado bursátil: Argentina ocupó el tercer lugar en Latinoamérica con mayor cantidad de *IPO*’s entre 2015 y 2019. El *boom* que vivió el mercado local alcanzó su pico en 2017, tras los buenos resultados que obtuvo Cambiemos (el partido oficialista) en las elecciones legislativas de ese año. Se suponía que el respaldo al oficialismo le serviría para explotar su visión pro-mercado e incluso aprobar las reformas laboral y previsional, gracias a las nuevas bancas obtenidas en el Congreso. Este optimismo se vio reflejado no sólo en la cantidad de *IPO*’s, sino también

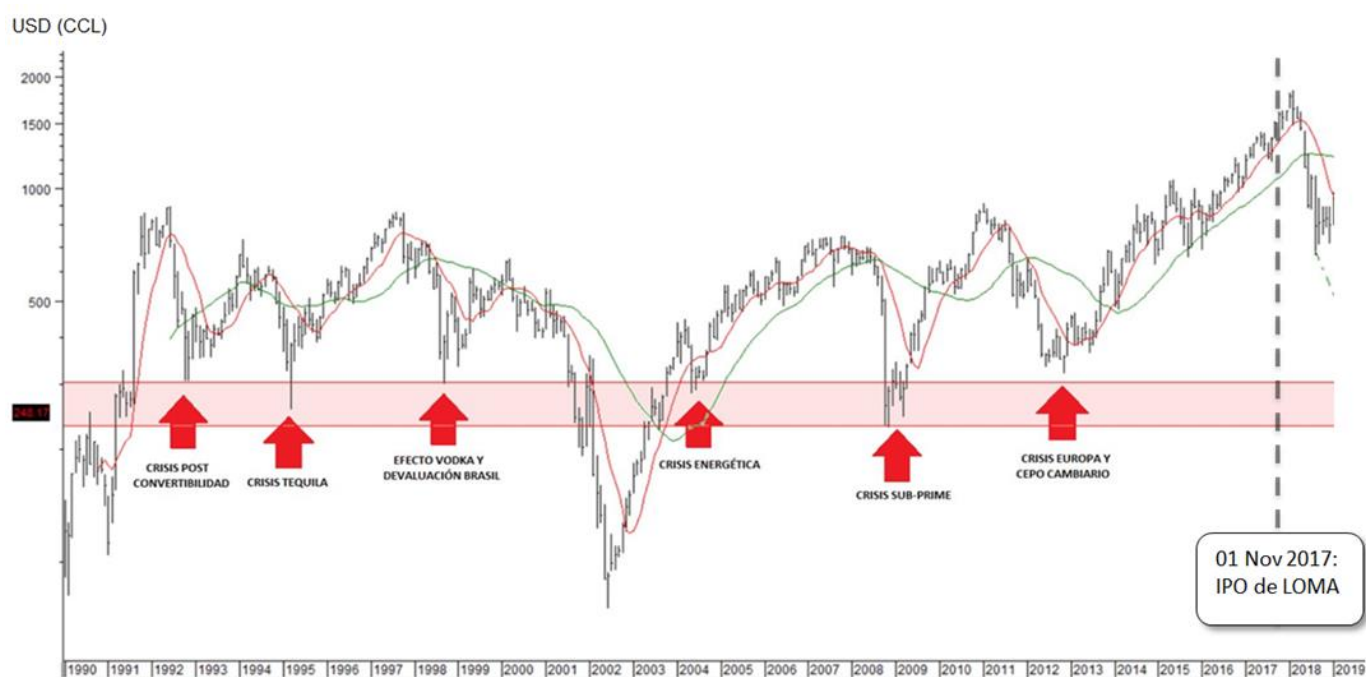
²⁷ Brealey, R. y Myres, S. (2003). *How corporations issue securities*. The McGraw-Hill Companies, Inc. Pp 375.

²⁸ Ibboston, R. y Sindelar, L. (1994). *The market’s problems with the pricing of initial public offerings*. Pp 66.

²⁹ Blanco, J. (2014, 25 de agosto). En la década ganada, 23 empresas dejaron de cotizar en la Bolsa y sólo 12 ingresaron. Lanacion.com. Recuperado de <https://www.lanacion.com.ar/economia/en-la-decada-ganada-23-empresas-dejaron-de-cotizar-en-la-bolsa-y-solo-12-ingresaron-nid1721431>

en la capitalización bursátil medida en términos de PBI, que pasó de representar el 9% en 2015, para alcanzar un pico del 17% en 2017 y volver al 8% en 2019.³⁰ Como se puede observar en el *Gráfico XXII*, Loma Negra salió a cotizar mientras el Merval rompía máximos históricos y se encontraba dentro de una tendencia alcista sostenida que acompañó al gobierno de Macri desde que asumió hasta principios del 2018. Si bien el 90% de la colocación del *IPO* tuvo lugar en *NYSE*, la *equity story* de LOMA estaba anclada en una perspectiva de crecimiento de la economía y el mercado argentino, por lo cual el Merval en máximos servía para sustentarla. Por su parte, el *S&P* también se encontraba en una tendencia alcista, superando máximos semana a semana. El *timing* del *IPO*, desde el punto de vista de los accionistas controlantes y la compañía, fue inmejorable; de haber salido tan sólo unos meses después se habrían enfrentado a un contexto desfavorable, que sin dudas habría limitado la recaudación o incluso puesto a riesgo la emisión per se.

El 2017 fue un año prometedor, en que la economía creció un 2,9%, el desempleo cayó a 7,2% y - un dato relevante para Loma Negra- los créditos hipotecarios se dispararon un 33%. Las empresas se encontraron con la necesidad de obtener capital para financiar nuevos proyectos dentro de una perspectiva (o ilusión) de crecimiento sostenido. Esta necesidad de financiamiento local se encontró con un mundo dominado por el apetito al riesgo, caracterizado por las tasas de Estados Unidos en mínimos y su mercado en máximos históricos (como vimos en el *Gráfico XXI*). Así Argentina se transformó en una clase de activos imprescindible para gran parte de los fondos de deuda y *equity* a nivel global. El desafío para estos últimos era encontrar en dónde invertir, debido a la falta de opciones disponibles: “la energía [...] constituía el 27% del índice Merval; servicios públicos 26%; y finanzas 17%”.³¹ Por esta razón daban su visto bueno -y acompañaban con fondos- a los *IPOs* que pudieran capturar el potencial *upside* del crecimiento argentino, más aún cuando se tratase de una compañía madura y consolidada como Loma Negra.



³⁰ First Capital Group. (2019). Argentina ocupó el 3° lugar en latinoamerica con mayor actividad de *IPO's* en los últimos 5 años y por un total de USD 2.200 de fondos obtenidos. Firstcfa.com. Recuperado de <https://www.firstcfa.com/en/novedad/634-argentina-ocupo-el-3%C2%BA-lugar-en-latinoamerica-con-mayor-actividad-de-IPOs-en-los-ultimos-5-anos-y-por-un-total-de-usd-2-200-de-fondos-obtenidos>

³¹ Ibid.

El *IPO* de Loma Negra fue atractivo no sólo por las características de la empresa, sino también por tener una *equity story* con sustento y en línea con la de otras compañías argentinas. De las seis ofertas públicas que tuvieron lugar entre 2015 y 2019, tres (Grupo Supervielle y Havanna Holding, además de Loma Negra) usaron al menos parte de los fondos recaudados para expandir sus operaciones. Al enfocarnos en la industria cementera, encontramos que había motivos sólidos para creer en la historia de crecimiento planteada por LOMA. En 2017, Mauricio Macri anunció un plan de inversión en infraestructura a corto y a largo plazo: en ese año, el presupuesto para obra pública llegaría hasta \$10.900 millones de dólares, un 32% más que el año anterior. Paralelamente, el agresivo plan de inversión en infraestructura duraría diez años, incluyendo el Plan Belgrano, enfocado en las provincias del norte y con un presupuesto de \$16.000 millones de dólares. En este contexto, y durante el pico de demanda que tuvo lugar en 2017, todas las firmas que se dedican a la producción de cemento (completan la lista LafargeHolcim, Cementos Avellaneda y Petroquímica Comodoro Rivadavia) anunciaron inversiones para aumentar su capacidad de producción. La tesis de inversión de Loma Negra, entonces, resultaba lógica: como líder del sector, debía financiarse para desarrollar su planta L’Amalí II y así aumentar la producción y la eficiencia operativa.

Tanto la *equity story* como el momento de mercado -las dos primeras claves para el éxito presentadas en la sección anterior- parecen inmejorables para llevar a cabo un *IPO*. Éstos, sumados a otros factores que serán desarrollados en las próximas páginas, derivaron en un *IPO* perfecto desde la perspectiva de la compañía: Loma Negra salió a la bolsa el 1 de noviembre de 2017, recaudando \$1.096.870.000 de dólares y convirtiéndose en el mayor *IPO* del país desde la salida de YPF en 1993. El furor que generó esta operación se reflejó en tres aspectos: la oferta estuvo hasta 7 veces sobre-suscripta, el precio de salida se fijó en el tope del rango (\$19 dólares por *ADR*) y el primer día de cotización alcanzó un precio de \$21,35 dólares, un 12% por encima del precio de oferta. Estos indicadores cumplen con los tres primeros parámetros ofrecidos por PWC para considerar que un *IPO* ha sido exitoso: cumplir con los objetivos de la empresa en cuanto al capital a recaudar, una fuerte demanda por parte de los inversores para participar de la oferta y el retorno del precio de la acción el primer día de cotización. Veremos en las páginas siguientes otros puntos del *IPO* y profundizaremos el análisis para intentar confirmar si la salida a la bolsa de Loma Negra puede ser considerada como exitosa.

El colocador

La tercera variable que tomamos como clave a la hora de salir a la bolsa es la elección de los socios -entidades financieras, contables y legales- que acompañarán a la compañía a lo largo del proceso. El valor que agrega el colocador proviene de su experiencia, ya que asegura (o debería asegurar) que el *IPO* será gestionado y comercializado exitosamente tanto antes como después de la operación. Actúa como intermediario entre la compañía y los inversores y asesora a la primera a lo largo de todo el proceso. Sus tareas consisten en “evaluar el estado financiero de la empresa y las condiciones de mercado para

³² Analizar la serie del Merval en base al dólar contado con liquidación evita dos imprecisiones: por un lado, un gráfico en pesos estaría alterado por la nominalidad. Por el otro, utilizar el dólar oficial tampoco sería preciso debido a que éste se ha visto afectado por cepos y medidas que, en ciertas épocas, hacen que su valor se vuelva ficticio con respecto al dólar que se utiliza para negociar en el mercado.

³³ Ullúa, Rubén J. <https://twitter.com/Ullua/status/1240437953496788994>

definir el valor inicial y la cantidad de acciones que serán vendidas, garantizar que toda la documentación y los requisitos regulatorios se cumplan y trabajar con inversores potenciales para promocionar la oferta y medir así el interés público que la misma atrae”³⁴. Algunas de las variables a ser evaluadas por parte de la compañía a la hora de tomar esta decisión son: que la institución financiera cuente con un *track record* que demuestre credibilidad, reputación positiva, y experiencia en *IPOs* de compañías similares (en los mercados en los que la Compañía se propone lanzar el *IPO*), que cuenten con un departamento de *research* independiente (para hacer el seguimiento post *IPO*) y, finalmente, que tengan una capacidad de distribución acorde al tamaño de la colocación. Con respecto a este último punto, es usual que las salidas a la bolsa que son muy grandes y/o riesgosas sean llevadas a cabo por un grupo de bancos de inversión liderados por un *lead underwriter*.³⁵

EL *IPO* de Loma Negra se rigió por este principio, ya que estuvo en manos de un consorcio colocador conformado por bancos de primera línea. Por un lado, las nuevas acciones fueron ofrecidas localmente a través de Banco Patagonia S.A. Por el otro, en la oferta internacional -las acciones ofrecidas en Estados Unidos y otros países distintos de Argentina- los *main underwriters* fueron Morgan Stanley & Co. LLC, Bank of America Merrill Lynch e Itau BBA USA Securities Inc., cada uno responsable de un 24% aproximadamente de las acciones vendidas. Banco Bradesco BBI S.A., Citigroup Global Markets Inc. y HSBC Securities (USA) Inc. también formaron parte del consorcio colocador.³⁶

Es pertinente marcar una diferencia entre los compromisos que asumieron el banco encargado de la oferta local y el consorcio de la oferta internacional. El colocador local se comprometió a realizar “sus mejores esfuerzos, conforme prácticas usuales de mercado, para la colocación de las Nuevas Acciones bajo la Oferta Local en Argentina, conforme las Normas de la CNV, pero no asumiendo compromiso alguno de colocación o suscripción en firme. [En cambio, los Colocadores Internacionales se comprometieron a] comprar todos los *ADR* de la Oferta Global, si al menos uno [era] comprado, con excepción los *ADS* sujetos a la Opción de Compra de los Colocadores Internacionales”.³⁷

En cuanto a la elección de los bancos que conformaron el consorcio, creemos que uno de los factores que la condicionaron fue el tamaño de la emisión. Al tratarse de una empresa de primera línea que salía al mercado con una oferta de gran tamaño, era necesario que los bancos que formaron parte del consorcio fueran entidades líderes y que contaran con un alcance suficiente para la cantidad de acciones ofrecidas. Para analizar este punto podemos referirnos a las League Tables de 2017, año en que se llevó a cabo el *IPO* en cuestión. Citi y Morgan Stanley estuvieron en el primer y tercer puesto respectivamente en la League Table de *IPOs* globales elaborada por Bloomberg (ver *Tabla VI*). Por otro lado, el Banco Itau BBA y Bank of America Merrill Lynch estuvieron también en el primer y tercer puesto respectivamente dentro de los *Equity Offerings* en Latinoamérica en el mismo año (ver *Tabla VII*).

Al ampliar el periodo observado y considerar los 5 años previos al *IPO* de Loma Negra es posible esbozar una teoría acerca de la elección del consorcio colocador. Por empezar, en la League Table de *equity* global de Bloomberg, Morgan Stanley se ubicó en el top 3 anual todos los años (2013-2017), mientras que durante el mismo período BofA Merrill Lynch, Citi y HSBC formaron parte del top 10 prácticamente todos los años (ver *Tabla VIII*). La elección de estos cuatro bancos, entonces, parece estar anclada en su liderazgo y experiencia en este tipo de operaciones. Por otra parte, en la misma tabla

³⁴ Kagan, J. (2019, 18 de agosto). *Book Runner*. Investopedia. Recuperado de <https://www.investopedia.com/terms/b/bookrunner.asp>

³⁵ Christensen, C. (2018, 24 de mayo). *Investment Banks and IPOs: selecting a bookrunner*. IPOhub. Recuperado de <https://www.IPOhub.org/investment-banks-IPOs-selecting-bookrunner/>

³⁶ Prospecto del *IPO* – Loma Negra. Pp 14.

³⁷ Ibid. Pp 159.

observamos que Banco Itaú BBA y Banco Bradesco BBI no figuran en el top 10 en esos 5 años. La característica que los distingue es su origen: ambos son bancos brasileños y Bradesco es, además, el segundo mayor banco privado de América Latina. La respuesta a esta elección posiblemente esté relacionada al holding de Loma: InterCement, de origen brasileño. La elección del colocador a nivel local parece seguir la misma línea, ya que se eligió un banco argentino -Banco Patagonia- para la oferta en dicho país. Queda conformado, así, un consorcio colocador que incluye tanto a los mejores del sector como a bancos que son locales en dos países claves para Loma: Brasil y Argentina.

América Latina - Equity Offerings FY 2017				
Entidad	Ranking	Market Share (%)	Volumen (USD Mill)	Cantidad de negocios
Banco Itaú BBA	1	12,9	3381	31
Credit Suisse	2	12,7	3317	21
Bank of America Merrill Lynch	3	12,1	3162	25
Banco Santander	4	8,3	2188	28
JP Morgan	5	8,3	2183	24
Bradesco BBI SA	6	7,2	1878	25
Banco BTG Pactual	7	6,2	1632	24
Citi	8	5,2	1358	14
Morgan Stanley	9	5,1	1335	13
Goldman Sachs	10	3,3	871	8

Global Equity IPO FY 2017				
Entidad	Ranking	Market Share (%)	Volumen (USD Mill)	Cantidad de negocios
Citi	1	6,6	12952	117
JP Morgan	2	5,9	11553	101
Morgan Stanley	3	5,7	11090	96
Credit Suisse	4	5,5	10733	85
Goldman Sachs	5	4,2	8192	72
UBS	6	3,9	7578	50
Deutsche Bank	7	3,5	6850	60
BofA Merrill Lynch	8	3,3	6486	67
Barclays	9	1,8	3623	38
CITIC Securities Co Lt	10	1,8	3606	44
RBC Capital Markets	11	1,6	3119	39
HSBC	12	1,5	2911	17

Tablas VI y VII. League Tables. Fuente: Bloomberg.³⁸

³⁸ Global Equity Capital Market: League Tables. (2017). Bloomberg. Recuperado de <https://data.bloomberglp.com/professional/sites/10/UPDATE-2-Bloombergs-FY-2017-Global-Equity-League-tables.pdf>

Global Equity IPO FY 2013-2017		
Entidad	Top 3 anual	Top 10 anual
Morgan Stanley	5	5
BofA Merrill Lynch		5
Citi	1 (2017)	5
HSBC		3 (2014, 2015, 2017)
Banco Itau BBA	-	-
Bradesco BBI	-	-

Tabla VIII. Líderes en IPOs globales 2013-2017. Fuente: Bloomberg.³⁹

Loma Negra pagó 71,3 millones de dólares (6,5% de la colocación) en concepto de *underwriting fees* a dichos bancos, convirtiéndose tanto en el mayor pago por un *IPO* como el de mayor porcentaje en relación a la colocación de la región en 2017. Esto se explica, en parte, por la decisión de listar las acciones en NYSE; los bancos suelen cobrar *fees* de entre 3 y 4% para las ofertas en mercados locales, pero el porcentaje es mayor por una oferta en el mercado estadounidense.⁴⁰ En las páginas siguientes profundizaremos sobre dicha elección.

La oferta: float y Greenshoe Option

El interés que despertó *IPO* de Loma Negra quedó evidenciado no sólo en el precio de salida y el recorrido del primer día de cotización, sino principalmente en el tamaño de la colocación en términos de *market cap*. La Oferta Global consistía, según el Prospecto, en: “(i) una oferta de hasta 30.000.000 de Nuevas Acciones, representadas en la forma de *ADR*, ofrecidas por la Compañía en forma simultánea en la Oferta Local y en la Oferta Internacional; y (ii) una oferta de hasta 221.000.000 de Acciones Ofrecidas y eventualmente hasta 37.650.000 Acciones Ofrecidas Adicionales para cubrir la Opción de Compra de los Colocadores Internacionales, representadas en la forma de *ADR*, ofrecidas por el Accionista Vendedor. [...] Cada *ADS* representará 5 Acciones Ordinarias. [El] depositario de los *ADSs* será Citibank, N.A. [...] Los cierres de la Oferta Local y de la Oferta Internacional están condicionados entre sí.”⁴¹

³⁹ *Global Equity Capital Market: League Tables*. (2015). Bloomberg. Recuperado de <http://www.bbhub.io/professional/sites/4/Bloomberg-Global-Equity-League-Tables-2015.pdf> y *Global Equity Capital Market: League Tables*. (2014). Bloomberg. Recuperado de http://www.bbhub.io/professional/sites/4/2015/02/2014_League-Tables_Global-Equity-Capital-Market.pdf

⁴⁰ Lucchesi, C. y Marques, F. (2018, 16 de enero). *Morgan Stanley, BofA, Itau Made the Most on Top-Paying LatAm IPO*. Bloomberg. Recuperado de <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-16/morgan-stanley-bofa-itau-made-the-most-on-top-paying-latam-IPO>

⁴¹ Prospecto del *IPO* – Loma Negra. Pp 8, 159

IPO de Loma Negra en números	
Rango de precio por acción	3 - 3,8 USD
Rango de precio por ADS (ratio 5-1)	15 - 19 USD
Oferta Pública Inicial	30.000.000 acciones ordinarias
Oferta Secundaria	221.000.000 acciones ordinarias
Greenshoe Option (15%)	37.630.000 acciones
Free float sin Greenshoe Option	42%
Free float si se ejerce Greenshoe Option	49%

Tabla IX. El IPO en números. Fuente: Prospecto.

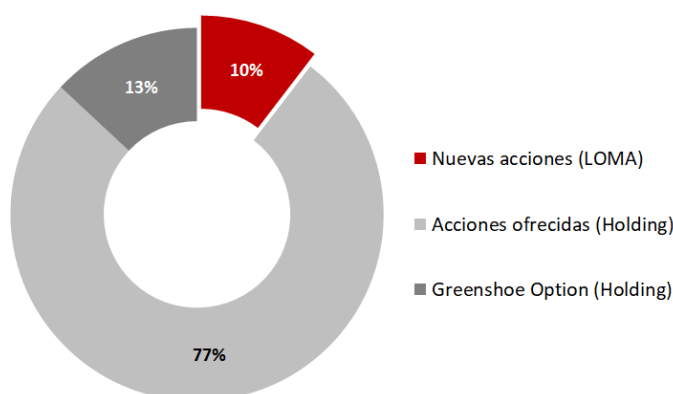


Gráfico XXIII. Oferta combinada y Greenshoe Option. Fuente: Press Release de Loma Negra.⁴²

Finalmente, el precio de salida se ubicó en el tope del rango (\$19 dólares por ADS) y se ejerció la opción de compra de los colocadores del 15% sobre la oferta. Del comunicado de cierre del IPO que emitió la compañía el 03 de noviembre de 2017 se desprende lo siguiente: “Loma Negra y el accionista vendedor (Loma Negra holding GmbH) vendieron 53.530.000 ADS en la oferta internacional, representando 267.650.000 acciones ordinarias de la compañía, incluyendo el ejercicio pleno de la opción de compra de los colocadores internacionales para comprar 7.530.000 ADS adicionales. Loma Negra y el accionista vendedor recaudaron ingresos brutos por \$1.017.070.000 dólares de la oferta internacional. Loma Negra también recibió \$79.800.000 dólares por la venta de 21.000.000 acciones ordinarias en la oferta argentina. En total, la compañía y el accionista vendedor recaudaron \$1.096.870.000 de dólares de la oferta global.”⁴³

La opción de compra (también conocida como *Greenshoe Option*) es un “seguro” con el que cuentan los colocadores. Éstos suelen sobre-alocar la oferta, vendiendo más acciones de las que la compañía emisora se proponía vender inicialmente. La cantidad de acciones extra suele ser del 15% con respecto a la emisión; dicha proporción fue respetada en el caso de Loma Negra. La sobreventa crea una *naked short position* para los colocadores, ya que están vendiendo acciones que (aún) no existen. Para cubrirla tienen dos opciones, que dependerán del recorrido de la acción durante el primer día de

⁴² Ibid.

⁴³ Loma Negra. (2017, 03 de noviembre). *Loma Negra Announces Closing of Initial Public Offering and Full Exercise of the Underwriters' Option to Purchase Additional ADSs*. Recuperado de <http://investors.lomanegra.com/en/press-releases/2017/03-11-2017-225158576>

cotización. Si el precio de la acción baja, el colocador comprará ese 15% de acciones a valor del mercado, generando una ganancia propia y un sostén para el precio de la acción al apuntalar la demanda. Por el contrario, si el precio de la acción sube, el colocador ejercerá la opción de compra. En este caso, recibirá de la compañía la cantidad de acciones requeridas para cerrar el *short*, al precio al que fueron emitidas en el *IPO*. La compañía puede tanto emitir las acciones necesarias o entregar acciones en poder del controlante, evitando en consecuencia una mayor dilución porcentual de la emisión.

Tras la colocación, y habiéndose ejercido la opción de compra del colocador, Loma Negra Holding GmbH pasó de tener el 99,4% de las acciones ordinarias de Loma Negra a tener el 51,04% de las mismas. Esto representa, a su vez, el 51,04% del capital total y 51,04% del total de derechos de voto de la Compañía.

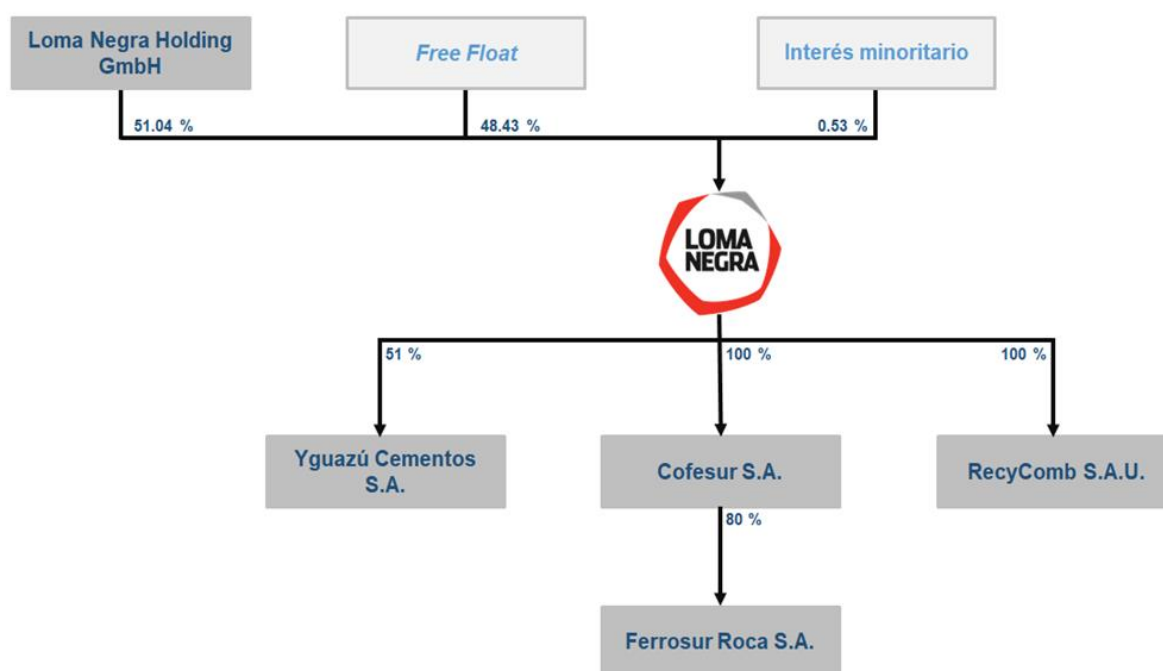


Gráfico XXIV. La estructura corporativa tras el IPO. Fuente: Prospecto.

Dual Listing

La compañía decidió que sus acciones ordinarias fueran listadas y negociadas en BYMA (Bolsas y Mercados Argentinos) bajo el símbolo “LOMA” y obtuvo autorización para que los *ADR* sean listados en *NYSE* (New York Stock Exchange) bajo el mismo símbolo. Los *ADR* son certificados negociables que representan titularidad accionaria en una compañía situada fuera del país en el que dichos *ADRs* se negocian. Cotizan en dólares y su negociación y liquidación se rigen por las normas del mercado americano; a su vez, tienen los mismos derechos que las acciones extranjeras y son custodiadas por un banco en un fideicomiso en el país de origen de la compañía. Al utilizar este instrumento, se consiguen saltar tanto los criterios que tiene el mercado en cuestión para realizar una cotización “ordinaria”, como

la obligación de satisfacer los requerimientos regulatorios de Estados Unidos, que traerían aparejados un aumento incluso mayor en los costos del *IPO*.

Considerando que, incluso listándose a través de *ADR*, los *underwriting fees* de una oferta en *NYSE* duplican a aquellos de una oferta local, cabe analizar cuáles son las razones que hacen del *dual listing* una opción ventajosa. Hay una serie de razones que llevan a que una compañía de una economía emergente decida listarse en otro país. La principal y más evidente es el acceso a un mercado con un volumen de negociación exponencialmente mayor al del su país de origen. En el caso argentino esto se ve aún más claro debido al poco desarrollo y profundidad del mercado de capitales local, que se puede ver fácilmente en el *IPO* en cuestión: menos del 8% de la emisión se colocó en el mercado local (ver *Gráfico XXV*). La liquidez adicional que se consigue con una oferta internacional suele mejorar la rentabilidad para los accionistas y disminuir el costo de capital de la compañía, al evitar una penalidad (prima) por riesgo de iliquidez. Asimismo, ésta consigue incrementar su nivel de exposición y construir una reputación en el mercado internacional, que puede volverla más atractiva para un *merger* con una empresa estadounidense y a su vez incrementar su base de clientes.⁴⁴ En el caso de Loma Negra, esto último no tiene mayor relevancia ya que no puede sumar consumidores fuera de las regiones en las que opera.

Cabe entonces preguntarse cuáles son las razones que llevan a una compañía a incluir en su oferta pública inicial un tramo local. Según un reporte de EY (2018), más del 90% de los emisores a nivel global eligen listarse en su mercado local o doméstico, independientemente de hacerlo también en otro mercado en simultáneo. Esta costumbre genera que los inversores tiendan a esperar que las compañías que comienzan a cotizar incluyan un tramo local. A su vez, el mercado doméstico puede ser el que mejor entiende a la compañía y su modelo de negocios, ya que posiblemente en éste se encuentren listadas la mayor cantidad de empresas comparables y cuente con analistas expertos en el sector en que la compañía opera.⁴⁵ Debido a estos elementos, es posible que la cotización local reaccione más rápido ante eventos o noticias (tanto propias como del mercado-país en que opera) que impacten en el valor de la compañía. De esta forma, un cambio en las expectativas locales se vería reflejado inmediatamente, y serviría de señal para los inversores extranjeros. Es por esto que consideramos que incluir al mercado doméstico en la oferta inicial sirve como una señal de transparencia y credibilidad, y que puede haber sido ésta la razón que explica el *listing* de Loma Negra en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Otro factor que potencialmente influye es el interés en formar parte de un índice bursátil determinado, que podría aumentar la visibilidad de la compañía y atraer inversores que, por ejemplo, repliquen índices a la hora de operar.

Consideramos que al elegir que el *IPO* se lleve a cabo bajo la forma de *dual listing* se obtiene un valor agregado que supera la suma de las dos ofertas por separado. La oferta internacional implica el acceso a un mercado considerablemente más profundo que el doméstico, en que la compañía podrá recaudar un monto superior al de una colocación local. Para dar una señal de mayor transparencia y aumentar la credibilidad ante dichos inversores extranjeros, resulta útil incluir un tramo doméstico en la colocación.

⁴⁴ Salman, S. (2015). *A Guide to Going Public*. KPMG. Recuperado de www.KPMG.ca/IPO

⁴⁵ Steinbach, M. (2018, 22 de agosto). *Capital market, stock exchange and listing segment – what's the right option when taking your business public?* Recuperado de: https://www.ey.com/en_gl/growth/how-to-decide-whether-to-list-in-your-home-market-or-overseas

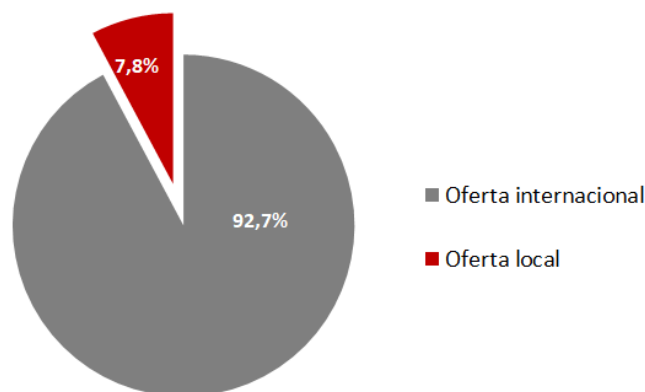


Gráfico XXV. Oferta local e internacional. Fuente: Press Release de Loma Negra.⁴⁶

Uso de los fondos

Como mencionamos en la sección *La oferta: float y Greenshoe Option* (ver Gráfico XXIII), el 90% del IPO se explicó bajo la forma de una oferta secundaria. Este porcentaje evidencia que el IPO se utilizó principalmente como estrategia de salida para los accionistas *pre-money*, quienes pudieron monetizar sus tenencias, en lugar de que el *driver* fuera financiar a la compañía. Sólo el 10% estuvo conformado por la oferta primaria, cuyos fondos sí correspondieron a Loma Negra. Una desproporción de esta magnitud entre las ofertas primaria y secundaria tiende a ser una señal negativa para los potenciales inversores y dificulta la *selling story*. Como han señalado una serie de autores, entre ellos Ritter y Loughran, esto se basa en la asimetría de la información, por la cual los accionistas vendedores -que tienen *insider information*- corren con ventaja. Que se desprendan de sus tenencias o parte de ellas podría radicar en que aprovechan un buen momento del mercado para vender sus acciones de forma oportunista, valiéndose de un sobreprecio ocasional.⁴⁷ Cabe mencionar que la teoría moderna sugiere que la razón principal que lleva a que los *insiders* vendan está en la necesidad de diversificar su portfolio para reducir la exposición al riesgo. En esta línea “Bodnaruk et al. (2008) demuestran que los accionistas individuales cuyos portfolios están menos diversificados, venden una mayor porción de sus acciones en el IPO [...] y que las firmas cuyos controlantes se encuentran menos diversificados tienen una mayor tendencia a realizar un IPO”.⁴⁸

Sin embargo, para analizar el caso de Loma Negra, nos interesa enfocarnos el factor anterior: la valuación de mercado. “Seyhun (1992) demuestra que los *insiders* son más propensos a vender acciones en períodos de una apreciación significativa del precio. [...] Algunos autores, como Li y Zheng (2016) incluso demuestran que el retorno a largo plazo de las acciones ofrecidas en el IPO correlaciona negativamente con la prima del precio de mercado del IPO sobre la valuación intrínseca. [...] Por lo

⁴⁶ Op. Cit, Loma Negra Announces Closing of Initial Public Offering and Full Exercise of the Underwriters’ Option to Purchase Additional ADSs.

⁴⁷ Brau, J. et al. (2006, 11 de enero). *Do secondary shares in the IPO Process have a negative effect on aftermarket performance?* Recuperado de: https://www.researchgate.net/publication/222577622_Do_Secondary_Shares_in_the_IPO_Process_Have_a_Negative_Effect_on_Aftermarket_Performance

⁴⁸ Checn, C. et al. (2018). *Insider Selling and IPO Price Premium*. Recuperado de: https://www.researchgate.net/publication/323159988_Insider_Selling_and_IPO_Price_Premium

tanto, la hipótesis del *insider selling* oportunista predice que dichos accionistas van a tener más incentivos a vender sus tenencias si creen que la compañía está sobrevaluada [...] y que si creen que efectivamente está sobrevaluada, serán más propensos a vender más acciones durante el *IPO*".⁴⁹ Este puede haber sido el caso de Loma Negra, ya que la cantidad de acciones ofrecidas fue el máximo posible, teniendo en cuenta que se buscaba retener el control de la compañía (ver *Gráfico XXIV*).

A través de esta perspectiva, el *IPO* de Loma Negra podría haber resultado poco atractivo. Como vimos en la sección *El contexto: timing y mercado argentino*, todo indicaba que se dio en una ventana de oportunidad caracterizada por un optimismo un tanto excesivo, que podría estar siendo aprovechado por los *insiders* para vender sus tenencias sobrevaluadas. Sin embargo, este mismo optimismo es el que explica el éxito de la operación: LOMA se presentó como un vehículo para capturar la "historia" argentina y su potencial *upside*, en un momento en que las perspectivas de crecimiento argentino eran leídas prácticamente como una certeza. Así, la *selling story* logró atenuar cualquier indicio negativo que podría haber señalado un *IPO* constituido en un 90% por una oferta secundaria.

En cuanto al uso de los fondos, del total de \$1.096.870.000 de dólares que recaudaron la compañía y el accionista vendedor, el 90% de los fondos los percibió InterCement. El controlante tenía, según el Prospecto, "la intención de utilizar la mayor parte de los fondos netos derivados de la Oferta Internacional para cancelar una parte de su endeudamiento, [incluyendo] el reembolso de la totalidad o una parte de la deuda contraída con alguno de los Colocadores Internacionales o sus subsidiarias y el saldo de los fondos netos para capital de trabajo y otros fines sociales en general. La Compañía [Loma Negra] no recibirá fondos como resultado de la venta de los *ADSs* ofrecidos por el Accionista Vendedor".⁵⁰ A su vez, se aclara que las compañías contarían con amplias facultades discrecionales para aplicar los fondos resultantes de la oferta. Según Bloomberg, InterCement buscaba destinar parte de los fondos para pagar, además de lo declarado en el Prospecto, "multas relacionadas con la investigación de corrupción más grande de Brasil, que ha envuelto a la petrolera estatal Petróleo Brasileiro S.A."⁵¹ Y hace alusión a que el controlante también tiene grandes cantidades de deuda denominada en dólares, que utilizó para "comprar el Cípor de Portugal a 5,5 euros por acción, que luego deslistó a 36 centavos de euro."⁵² El mismo medio sugiere que, de hecho, el plan original había sido listar a la controlante brasilera, pero el mercado no lo autorizó. Su *second best* habría sido, entonces, aprovechar el contexto prometedor de Argentina para fondearse a través del listado de su subsidiaria. Si bien no resulta posible conocer la razón verdadera que llevó a que se liste Loma Negra, ni si esta fue la primera opción o no, consideramos que fue una decisión lógica: en un momento en que el mercado mostraba apetito al riesgo argentino, el *IPO* de una compañía madura que permitiera capturar la recuperación local era una apuesta segura.

⁴⁹ Ibid.

⁵⁰ Op. Cit., Prospecto. Pp 32

⁵¹ Barinka, A. y Millán, C. (2017, 31 de octubre). Loma Negra Rises in Trading Debut After \$954 Million *IPO*. Bloomberg.com. Recuperado de <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-10-31/largest-IPO-in-decades-pending-in-argentina-for-cement-giant>

⁵² Ibid.

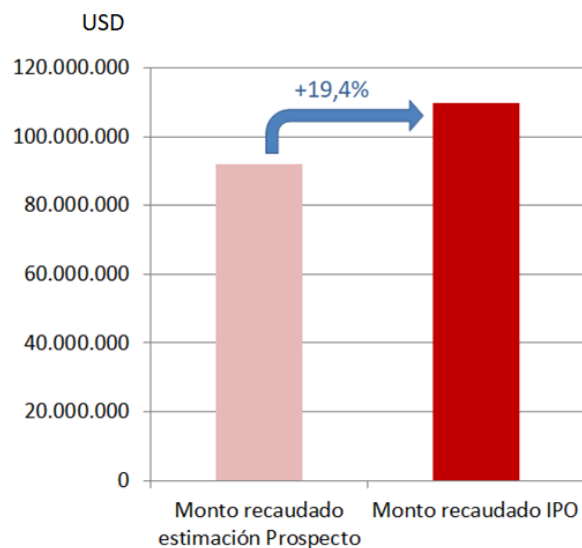


Gráfico XXVI. Capital recaudado en la oferta primaria (correspondiente a Loma Negra). Fuente: Prospecto y Press Release de Loma Negra.⁵³

El 10% restante de la colocación (\$109.687.000 de dólares) correspondió a Loma Negra. Esta cifra representó cerca de un 20% extra con respecto a lo esperado, de acuerdo a las estimaciones incluidas en el prospecto (ver Gráfico XXV). Según el mismo, los fondos resultantes del *IPO* serían destinados parcialmente para “financiar sus planes de crecimiento mediante la ampliación de la planta L’Amalí, involucrando una inversión total estimada aproximadamente de 350 millones de dólares y a capital de trabajo y a fin de lograr otros objetivos sociales en general”⁵⁴. En el Prospecto se aclaraba que los inversores no tendrían la posibilidad de incidir en dicha decisión. Y, con respecto a los riesgos que esto conlleva, advertía que “si la Compañía no invierte o no destina los fondos netos de esta oferta de un modo tal que resulte en un mejoramiento de sus resultados operativos, podría no obtener los resultados financieros esperados, lo que daría lugar a una baja en el precio de las Acciones Ordinarias y de los *ADSs*”⁵⁵. A pesar de esto, sobran las razones para creer que el capital obtenido en la emisión sería destinado –al menos en parte– a financiar la expansión de L’Amalí. Como vimos en la sección *El contexto: timing y mercado argentino*, todas las empresas del sector anunciaron inversiones en CapEx de crecimiento en base al aumento esperado en la demanda de cemento a nivel nacional.

⁵³ Op. Cit, Loma Negra Announces Closing of Initial Public Offering and Full Exercise of the Underwriters’ Option to Purchase Additional ADSs.

⁵⁴ Op. Cit., Prospecto. Pp 32

⁵⁵ Ibid. Pp55

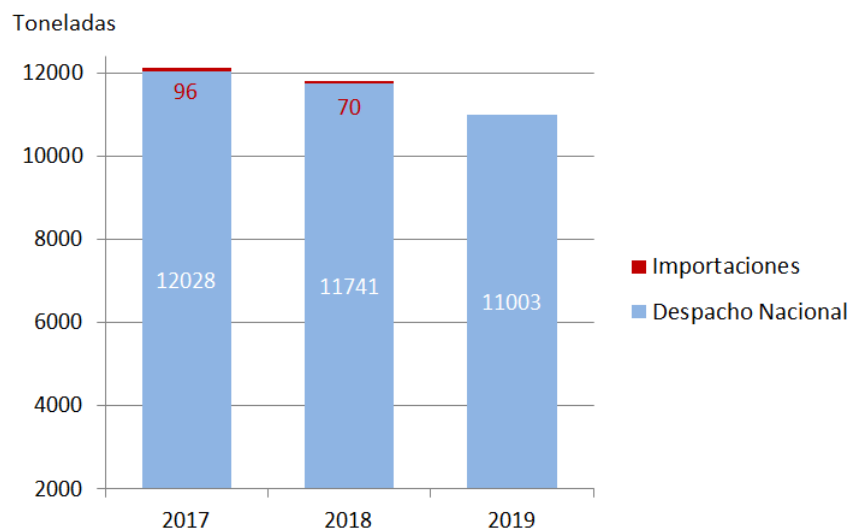


Gráfico XXVII. Consumo de cemento en Argentina. Fuente: AFCP.⁵⁶

Tras el *IPO*, el *management* de Loma Negra se reunió con el entonces presidente Macri y reafirmó su plan de invertir 350 millones de dólares en la ampliación de su planta L'Amalí. Según el comunicado, mantenían los planes que habían sido adelantados antes de la emisión. El capital para esta inversión se utilizaría de la siguiente forma: 230 millones para comprar equipamiento producido en Argentina, obras civiles, montaje y otras inversiones locales, y los 120 millones restantes para comprar equipos importados. La nueva línea de Olavarría (provincia de Buenos Aires) produciría 2,7 millones de toneladas de cemento por año y emplearía a 220 personas cuando estuviera operativa, a partir de 2020.⁵⁷ Al día de hoy, confirmamos que el plan fue llevado a cabo, con los desembolsos correspondientes a los 350 millones de dólares, y se espera que la planta esté operativa a mediados del año en curso.

Esta inversión se encontró con un obstáculo imprevisto: la profunda crisis económica que comenzó en el país a mediados de 2018, pocos meses después del *IPO* y del comienzo de las obras de expansión. Cabe preguntarse, entonces, si la inversión en L'Amalí II sigue teniendo relevancia en este contexto. La respuesta corta es que sí. Por empezar, si bien en 2019 se ve una caída en la demanda de cemento (ver Gráfico XXVII), que podría continuar en el corto plazo, hay razones para pensar que en uno o dos años la demanda volverá a encarrilarse en una tendencia creciente. Como se muestra en el Gráfico XXVII, la construcción ha sido, a lo largo de la historia argentina, un aliado para salir de la crisis. Después de los picos de caída de la actividad tanto en 2001 como en 2008, observamos un rebote pronunciado que indicó el comienzo de un período alcista para la actividad de la construcción. A su vez, la inversión en L'Amalí no encontraba sus fundamentos únicamente en el aumento de la capacidad instalada. El otro beneficio sustancial que la justificaba era una reducción en los costos de mercadería vendida, específicamente en el consumo de energía térmica que se vería reducido en un 18%. Esto resulta particularmente relevante ya que la compañía es energo-intensiva. En caso de que no hiciera falta la capacidad instalada adicional, utilizarán L'Amalí II para reemplazar la producción de otras plantas menos

⁵⁶ Asociación de Fabricantes de Cemento Portland. Recuperado de <http://afcp.info/ESTADISTICAS/DATOS-DEFINITIVOS/201812/estadistica02.html>

⁵⁷ Loma Negra reaffirms plan to invest US\$350 million. Recuperado de <http://investors.lomanegra.com/~media/Files/L/Loma-Negra-IR/press-release/PR-Loma%20Negra%20Expansion%20Project%20-EN.pdf>

eficientes. La nueva planta se transforma, entonces, en una herramienta para contrarrestar una posible caída en los ingresos debido a la disminución de la demanda.

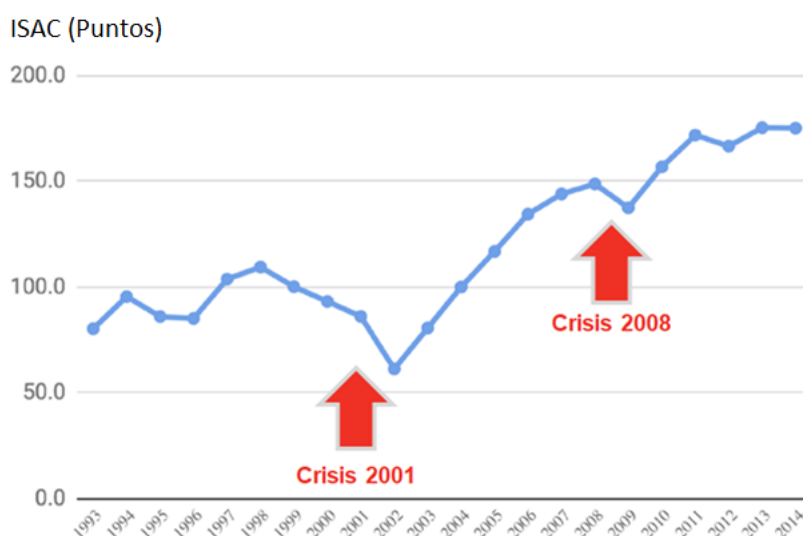


Gráfico XXVIII. Indicador sintético de la actividad de la construcción. Fuente: INDEC.⁵⁸

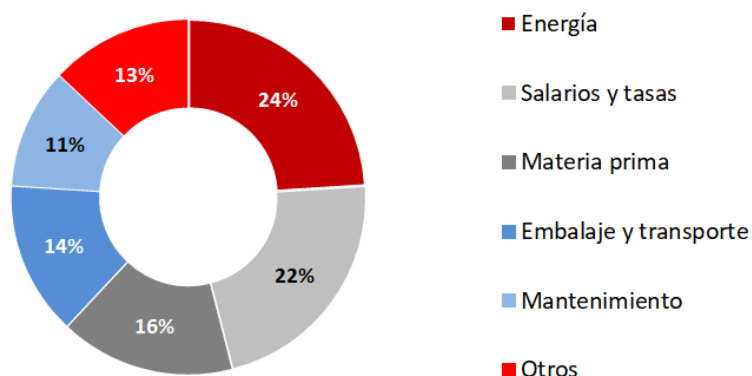


Gráfico XIX. Costo de mercadería vendida. Fuente: Prospecto.⁵⁹

El *timing*, tanto del IPO como de la inversión en la nueva planta, demuestra una vez más haber sido un factor clave en la consecución de los objetivos planteados por la compañía. Obtuvieron una recaudación récord debido a las buenas perspectivas económicas y destinaron inmediatamente (una pequeña proporción de) esos fondos en CapEx de expansión para comenzar las obras en L'Amalí. De esta

⁵⁸ Actividad de la construcción. Recuperado de <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-3-42>

⁵⁹ Op. Cit., Prospecto.

forma, como vemos en el *Gráfico XXX*, los mayores desembolsos se planearon para los dos primeros años y a partir del 2021 ya sólo hay CapEx de mantenimiento. Asumiendo que 2021 será negativo debido a la crisis local –y seguramente internacional– Loma Negra ya contará con la nueva línea de producción que reduce sus costos y no se ve en la necesidad de destinar más fondos a dicha obra. Si lo analizamos a través de las claves planteadas en la sección *Cómo se define y cómo lograr un IPO exitoso*, podemos afirmar que Loma Negra consiguió ajustar el tamaño y la estructura de la oferta pública para garantizar el logro de los objetivos de la empresa y la ejecución de su plan de negocios.

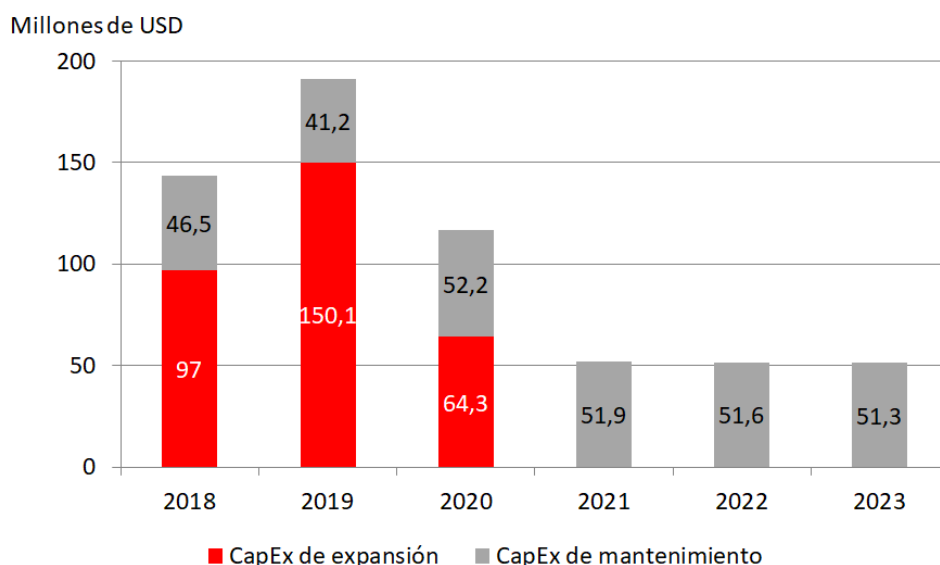


Gráfico XXX. CapEx. Fuente: Estados contables de Loma Negra.

El último punto a ser remarcado con relación al uso de los fondos recaudados del *IPO* es la (des)proporción entre la oferta primaria y la oferta secundaria. Como vimos anteriormente, el 90% de la colocación correspondió al accionista controlante vendiendo acciones. Si bien fue una decisión esperable ante la imposibilidad de listar el holding, es un punto a tener en cuenta a la hora de analizar el objetivo principal de la colocación y lo que podría pasar luego con el recorrido de la acción al empezar a cotizar. InterCement decidió deshacerse del 49% de su tenencia en Loma Negra de una sola vez, lo que podría indicar una anticipación a que el excesivo optimismo que dominaba el mercado argentino no fuera a perdurar. Por el contrario, también podríamos considerar que la venta *one shot* le dio buen *float* y, en consecuencia, liquidez a la acción. A continuación, analizaremos qué ocurrió con el precio de la acción durante el primer día y el primer año de cotización para profundizar en este punto.

IPO discount

El *IPO discount* es el descuento sobre el valor intrínseco de una compañía que lanza su *IPO*, y que remunera la incertidumbre del mercado respecto de la liquidez y el valor al cual la acción se va a operar. Generalmente, este descuento se calcula comparando el precio de suscripción de la oferta inicial y el precio al que cerró el primer día de cotización. En base a los parámetros planteados anteriormente, este es otro de los puntos esenciales a la hora de preparar un *IPO* exitoso y también sirve como métrica para

analizar la colocación ex-post. Si las acciones experimentan un cambio de precio significativo en cualquier dirección, será un indicador clave de que la elección del precio no fue precisa.

Determinar el precio al que saldrá a cotizar la acción por primera vez no es sencillo: si se fija un precio demasiado bajo, el emisor (o vendedor en caso de una oferta secundaria) no explotará por completo su capacidad de recaudación; estará desperdiciando capital que luego será captado por los inversores que formen parte de la oferta inicial. Por el contrario, si se fija un precio de salida demasiado alto, los inversores percibirán que la acción tiene poco potencial de *upside* y decidirán no participar de la oferta, nuevamente impactando en la recaudación de la compañía emisora.⁶⁰ Hay actores del mercado que sostienen que los costos del *underpricing* pueden incluso llegar a superar todos los demás costos de la emisión. Otros, entre ellos banqueros de inversión e inversores institucionales, argumentan que el *underpricing* trae aparejados beneficios para la compañía. Dicen que al fijar un precio bajo para la oferta inicial se asegura un recorrido alcista de la acción a partir del primer día y esto mejora el perfil de la empresa para obtener más capital en un potencial *follow-on*.⁶¹

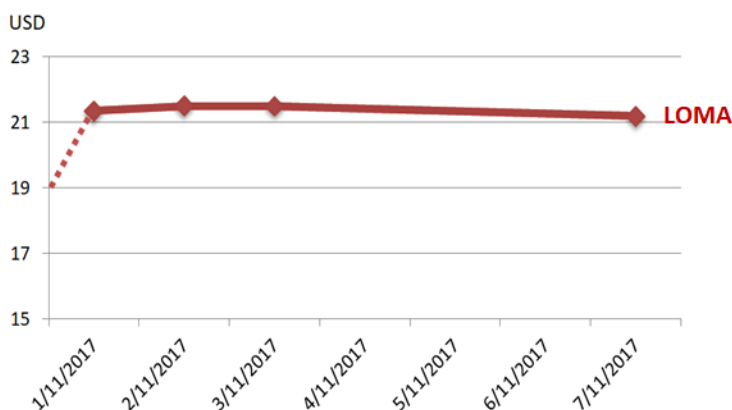


Gráfico XXXI. Primera semana de trading de LOMA en NYSE. Fuente: Yahoo Finance.

El *pricing* y el consecuente *IPO discount*, dependen sólo en parte de la valuación que hagan la compañía y los colocadores. Uno de los factores con mayor influencia en este valor es el momento de mercado en que se lleva a cabo la colocación. El mercado fluctúa entre períodos de optimismo excesivo, que deriva en un *boom* de ofertas públicas iniciales, y períodos con una baja cantidad de emisiones. Autores como Ibboston y Sindelar argumentan que durante las ventanas de oportunidad creadas por el optimismo extremo los *IPOs* suelen resultar en retornos decepcionantes para inversores de largo plazo; el nivel de optimismo que fomentó su salida al mercado eventualmente se diluye e impacta en el precio de las acciones. A su vez, sostienen que las compañías que se listan durante períodos con un bajo volumen de *IPOs*, por lo general, no experimentan una fuerte suba los primeros días de cotización ni un bajo rendimiento posterior a largo plazo.⁶²

En el caso de Loma Negra, el precio del *ADS* se fijó en el límite superior del rango de precios, que iba de \$15 a \$19 dólares. El primer día cerró con un alza del 12,36%, en \$21,35 dólares. Más allá del salto inicial, durante la primera semana de cotización, el precio prácticamente no tuvo volatilidad (ver Gráfico XXXI). Según el marco teórico, esto indicaría que el precio de salida estuvo bien determinado: si

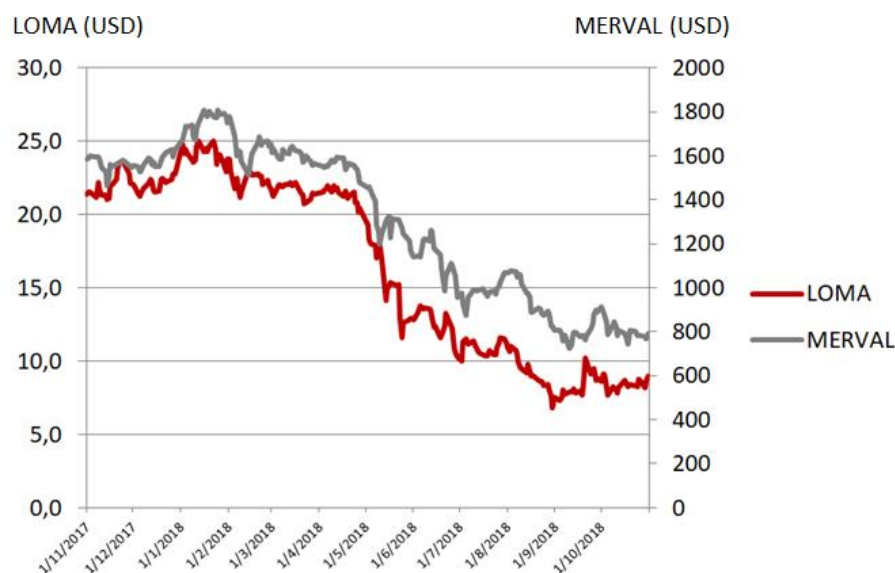
⁶⁰ Op. Cit., Ibboston, R. y Sindelar, L. Pp 66.

⁶¹ Op cit., Brealey, R. y Myres, S. Pp 372-382

⁶² Op. Cit., Ibboston, R. y Sindelar, L. Pp 66

bien el emisor logró una recaudación por encima de sus expectativas, el inversor que formó parte de la oferta inicial pudo capitalizarse rápidamente gracias al *upside* del primer día. A la hora de analizar el primer año de *trading* debemos hacerlo en paralelo con algún otro activo que capture los cambios en el mercado argentino. Por eso en el *Gráfico XXXII* incluimos a LOMA y al Índice Merval en dólares (para que sean comparables). La correlación entre ambos es evidente y confirma que Loma Negra servía de instrumento para apostar por la historia de crecimiento de Argentina. Con el comienzo de la crisis cambiaria en abril, que derivó en que rápidamente todas las variables macroeconómicas empeoraran, tanto el Merval como LOMA cayeron abruptamente. En el caso de esta última, se vio afectada en particular por los recortes de gasto público en infraestructura, que era, como vimos, uno de los pilares de la *equity story* de la compañía.

Esta ruptura en la macroeconomía argentina hace difícil el análisis del *pricing* del IPO, ya que el escenario de base impacta directamente en el precio de la acción. Sin embargo, es preciso resaltar que haber valuado la compañía –y por ende elegido el precio de salida de la acción– sin ponderar un escenario de crisis demuestra un exceso de optimismo. Dentro del marco en el cual se esperaba prácticamente una resurrección de la economía y del mercado argentinos, la perspectiva de Loma Negra creciendo a un ritmo sostenido por los siguientes años tenía sentido. Lo que falla en la valuación inicial es que un precio de salida de \$19 dólares por *ADS* no parecería ponderar ningún escenario que no fuera el de extremo optimismo. Concluimos, entonces, en que, si bien hubo un *underpricing* inicial que sirvió para compensar el riesgo a los inversores en la oferta pública, tomando un plazo mayor se evidencia que el precio de salida fue desproporcionado. Los autores anteriormente citados hacen referencia a este fenómeno: “El rendimiento a largo plazo correlaciona negativamente con el volumen de nuevas emisiones en el momento en que tuvo lugar el IPO. Esto es consistente con la hipótesis de que las empresas aprovechan oportunidades que ofrecen los inversores dispuestos a pagar un sobreprecio por las ofertas públicas iniciales. En la medida en que tomamos esto como cierto, las *IPOs* pueden no tener un precio demasiado bajo después de todo, sino que el *aftermarket* inicial puede ser en realidad el que este *overpriced*, particularmente durante los *hot-issue periods*.”⁶³



⁶³ Ibid. Pp 74

Gráfico XXXII. Primer año de trading de LOMA e Índice Merval. Fuente: Yahoo Finance.⁶⁴

Analistas de research

Una vez que una empresa es pública, se debe realizar un esfuerzo activo para sostener su posición en el mercado. Si no se mantiene el entusiasmo de los inversores, el volumen de *trading* (y en algunos casos también el precio de la acción) disminuirá. Si las acciones de la compañía se negocian poco, uno de los dos principales beneficios que se obtienen al salir a la bolsa no se concreta: la posibilidad de recaudar nuevos fondos en el futuro mediante una emisión posterior, o *follow on*. Podemos observar en el Gráfico XXXIII que en el caso de Loma Negra, los picos de volumen coincidieron con los momentos de devaluación más pronunciada del peso argentino. Esto se dio particularmente en mayo 2018, el momento de quiebre de la *selling story* de LOMA: la primera devaluación repentina y rotunda rompió las perspectivas de estabilización y crecimiento argentino que validabaN la tesis de inversión en la cementera. Al tratarse de aumentos de volumen operado en momentos en que los *fundamentals* se debilitaron, el incremento en el *trading* se dio como consecuencia de los inversores que buscaban deshacerse de sus tenencias (y no un aumento de interés en el valor de la compañía). Este comportamiento confirma que el mercado internacional actúa como sostén del precio de la acción en la medida en que los mercados locales enfrentan un problema sistémico de tipo doméstico, pero cuando el problema está relacionado con los *fundamentals*, el mercado americano actúa de la misma manera que el mercado local. A su vez, el recorrido de LOMA refuerza la última idea presentada en la sección anterior: un *IPO* durante los *hot-issue periods* puede derivar en anomalías, como el recorrido de la acción o, en este caso, el volumen negociado.

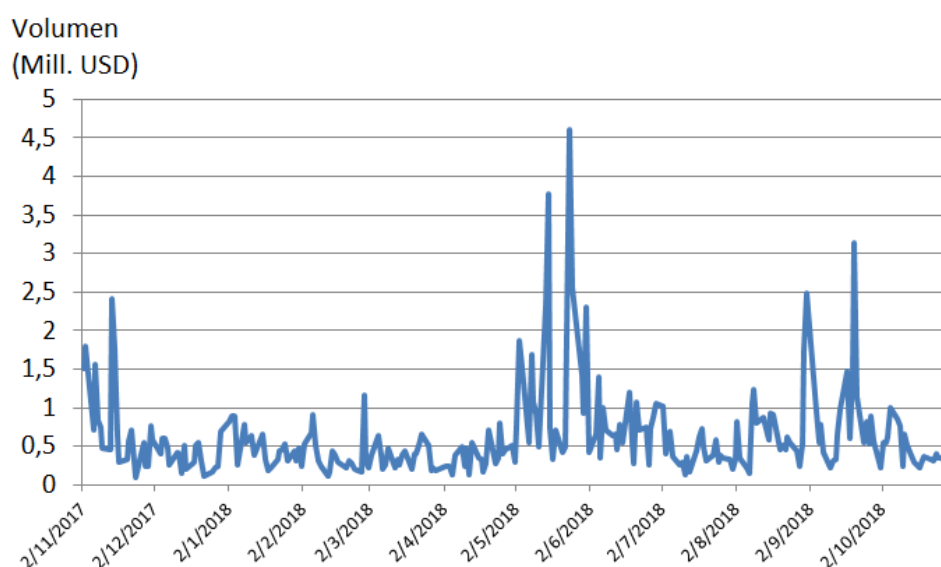


Gráfico XXXIII. Volumen operado LOMA en NYSE. Fuente: Yahoo Finance.⁶⁵

⁶⁴ Anteriormente nos referimos a las imprecisiones que pueden generarse al medir el Índice Merval utilizando el dólar oficial. En este caso no acarrea ningún error ya que entre 2017 y 2018 no hubo restricciones (como un desdoblamiento cambiario o un cepo) que afectaran su cotización.

⁶⁵ El gráfico excluye el primer día de cotización, que incluye el volumen asociado al *IPO*.

Otra medida de la posición que ocupa una compañía en el mercado es la cantidad de analistas de *research* que la sigue. En el caso de Loma Negra, durante el primer año de cotización, más de una decena de instituciones, tanto internacionales como locales, tenían analistas de *research* asignados para cubrir la compañía. De los cinco colocadores de la oferta pública inicial, cuatro seguían la compañía.⁶⁶

- Morgan Stanley - Colocador
- HSBC Global Research - Colocador
- Itau BBA - Colocador
- Bradesco BBI - Colocador
- Allaria Ledesma & Cia.
- Grupo Santander
- Nau Securities Ltd
- Capital Markets Argentina
- TPCG Valores
- AR Partners SA
- UBS Research

Tras el primer año de cotización, aún había diez instituciones que seguían a Loma Negra y emitían recomendaciones, como se puede ver en la *Tabla X*. Sin embargo, si nos adelantamos hasta el día de hoy –con la crisis argentina ya avanzada y una que está comenzando a nivel global- hay 8 analistas asignados a la compañía, según Bloomberg.⁶⁷ A pesar de que representa un 20% menos de cobertura de analistas, que refleja una merma en el interés, no es una caída que esté en línea con la marcada disminución de precio y de volumen operado.

Entidad	Recomendación	Precio objetivo (USD)	Fecha
Grupo Santander	Underperform	11,3	15-abr-19
UBS	Vender	9	15-abr-19
Nau Securities Ltd	Comprar	13,9	12-abr-19
HSBC	Comprar	15	21-mar-19
Morgan Stanley	Overweight	16	14-mar-19
Bradesco BBI	Outperform	15	7-mar-19
Itau BBA Securities	Outperform	15	7-mar-19
Capital Markets Argentina	Market Perform	10,7	19-nov-18
Allaria Ledesma y Cia	Mantener	11,8	16-nov-18
TPCG Valores	Mantener	12	13-nov-18

Tabla X. Análisis y recomendaciones sobre LOMA. Fuente: Bloomberg.

En la *Gráfico XXXIV* se puede observar la caída en el *target price* que elaboran los analistas que han seguido o siguen a Loma Negra hasta hoy. Desde las expectativas más optimistas que emitieron en los primeros meses de cotización (entre 26 y 26,22 *USD* por *ADR*) hasta hoy (5,8 y 6 *USD* por *ADR*) la caída ha sido constante. En este período, además, algunos han abandonado la cobertura, según se

⁶⁶ Bloomberg

⁶⁷ Ibid.

desprende de Bloomberg: TPCG en noviembre del 2018, Bradesco BBI en agosto de 2019 y AR Partners SA en noviembre del 2019.

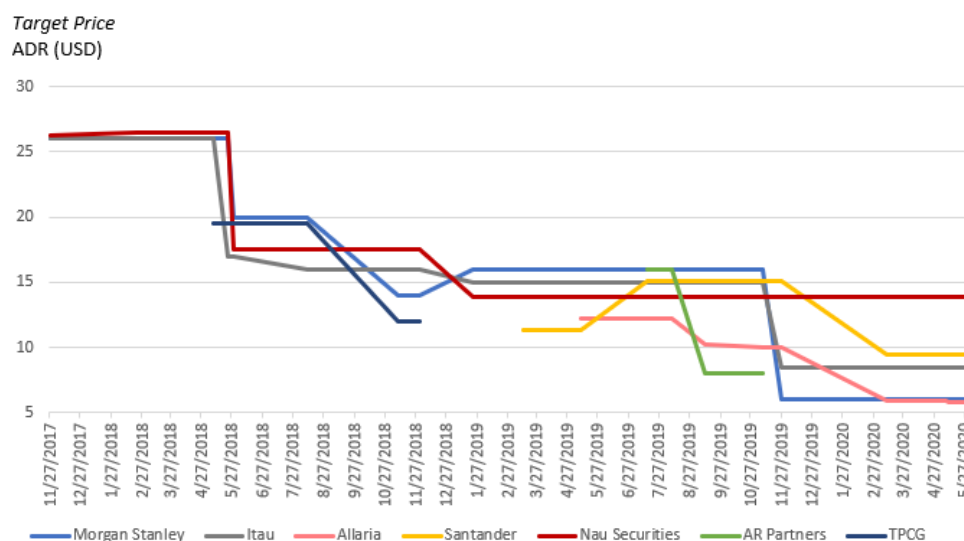


Gráfico XXXIV. Evolución del Target Price del ADR según los analistas. Fuente: Bloomberg.

2.3. Conclusiones

La salida a la bolsa de Loma Negra marcó, sin lugar a dudas, un hito en la historia bursátil argentina. En medio de un mercado internacional dominado por el apetito al riesgo global y un mercado local envuelto en un excesivo optimismo, la compañía logró un récord: convertirse en el mayor *IPO* argentino desde la salida a la bolsa de YPF en 1993. Para concluir este trabajo, incluiremos a continuación un breve *racconto* de las variables que caracterizaron esta oferta inicial y que nos sirven para evaluar su nivel de éxito.

En cuanto a las claves que colaboran en la consecución de un *IPO* exitoso, el de Loma Negra demostró lo siguiente:

- La elección del *timing*: se destaca como una de las dos variables que determinaron el éxito de la colocación. El mercado americano se encontraba en una tendencia alcista, con el *S&P* alcanzando nuevos máximos semanales y la tasa a diez años en mínimos. Esta última constituye una señal de apetito por el riesgo, que buscaba dónde canalizar fondos. Es en ese contexto en que Argentina se convirtió en una apuesta tentadora: con la victoria de Mauricio Macri en 2015, se había puesto fin a la llamada “década ganada” y el mercado creyó (y alimentó) perspectivas de estabilidad y crecimiento para el país. Loma Negra salió a cotizar mientras el Merval, al igual que el mercado americano, rompía máximos históricos.
- Una *equity story* atractiva: constituye la segunda variable clave del éxito. Dentro de dicho contexto nacional e internacional, la *equity story* de Loma Negra resultó atractiva y fácil de vender, ya que, si la economía argentina se mantenía en el camino de crecimiento que estaba empezando a transitar, LOMA era una apuesta segura. Las perspectivas para la industria cementera se hacían eco de la situación del país: las cuatro cementeras anunciaron en 2018 planes de inversión en CapEx para aumentar su capacidad de producción -que abastecería el aumento que se esperaba de la demanda de cemento. Los planes a corto, mediano y largo plazo anunciados por Mauricio Macri en 2017 le daban sustento a esta perspectiva: la obra pública resurgiría y se convertiría en uno de los factores que apuntalarían el crecimiento argentino. Llegaría hasta \$10.900 millones de dólares, un 32% más que el año anterior. Tan sólida resultó la *equity story*, que logró atenuar cualquier indicio negativo que podría haber señalado un *IPO* constituido en un 90% por una oferta secundaria.
- La elección de socios adecuados: el consorcio colocador, conformado por bancos de primera línea, también contribuyó en la construcción de un *IPO* con sustento. Los *main underwriters* fueron Morgan Stanley & Co. LLC, Bank of America Merrill Lynch e Itau BBA USA Securities Inc. Todos contaban con el *track record* necesario no sólo para poder realizar una colocación que totalizó más de \$1.000.000.000 de dólares, sino también para generar credibilidad en la compañía y en la oferta pública, particularmente ante inversores externos que podían no conocer la compañía.
- La determinación del precio de salida al mercado: el precio de salida se fijó en el tope del rango (\$19 dólares por *ADR*) y el primer día de cotización alcanzó un precio de \$21,35 dólares, un 12% por encima del precio de oferta y ésta estuvo 7 veces sobre-suscripta. Si bien esto parecería indicar que el precio de salida se ubicó por debajo de la valuación del mercado, el recorrido posterior del *ADS* nos indica en la dirección contraria. Lo que falló en la valuación inicial es que un precio de salida de \$19 dólares por *ADS* no parecería

ponderar ningún escenario que no fuera el de extremo optimismo. Este comportamiento está alineado con otro factor ya mencionado: el *timing*. La colocación tuvo lugar en un *hot new-issue period*, una ventana de oportunidad en que un exceso de optimismo por parte de los inversores coincide con potenciales emisores que deciden salir al mercado para aprovechar el *sentiment*. Esto deriva en mayores valuaciones y, frente a la imposibilidad de que las expectativas excesivamente optimistas se mantengan por tanto tiempo, se genera una caída posterior en el precio de las acciones. Concluimos, entonces, en que, si bien hubo un *underpricing* inicial que sirvió para compensar el riesgo a los inversores en la oferta pública, tomando un plazo mayor se evidencia que el precio de salida fue desproporcionado. Por el contrario, esta sobrevaluación benefició al accionista controlante, que a través de la oferta secundaria, consiguió fondearse a un precio superior al esperado.

- El tamaño y la estructura de la oferta: el tamaño de la oferta inicial de Loma Negra no resiste análisis: habiendo recaudado más \$1.000.000.000 de dólares se convirtió en el mayor *IPO* argentino en casi tres décadas. De su vez, la determinación del precio de salida al mercado y el tamaño de la oferta fueron apropiados para cumplir con los objetivos planteados por la compañía. En cuanto a la estructura, la decisión de llevar a cabo un *dual listing* fue un acierto, que le permitió a la emisora hacer uso de lo mejor de los dos mundos: la oferta internacional le dio acceso y exposición ante un mercado considerablemente más profundo que el local, en que se recaudó casi un 93% del total de la colocación. La oferta local, por el otro lado, sirvió de señal de transparencia ante dichos inversores extranjeros. Por otra parte, que el 90% del *IPO* haya estado constituido por una oferta secundaria podría haber tenido un impacto negativo, por las razones anteriormente expuestas (que los *insiders* vendan puede dar una señal que debilite la *equity story*). Sin embargo, analizando el resultado de la colocación, se desprende que no se dio tal escenario y que, por lo tanto, los accionistas vendedores tomaron una decisión acertada.
- La consideración del *IPO* como el comienzo de una nueva etapa de la compañía, a partir la cual el éxito de la empresa se medirá en función de su capacidad para cumplir con su compromiso con los inversores: el análisis de este punto no resulta tan claro como los anteriores. Las perspectivas de crecimiento planteadas por Loma Negra durante el *IPO* no se han cumplido, en mayor medida por el contexto local que atentó contra todos los *drivers* que debían apuntalar la demanda de cemento y el negocio de la compañía. Si bien estos riesgos estuvieron incluidos en el Prospecto al momento del *IPO*, viéndolo desde “el futuro” resulta evidente que se los minimizó y no se actuó en consecuencia, resultando en una caída dramática del precio de la acción.

A partir del estudio de las variables que colaboran en la consecución de una oferta pública inicial exitosa, es posible afirmar que la colocación de Loma Negra se asentó en bases sólidas. El *timing*, la *equity story* y el consorcio colocador conformaron los pilares en que se ancló un *IPO* histórico. Para finalizar, mencionaremos también las conclusiones que se desprenden de las tres métricas ex- post que propusimos para medir el éxito de una oferta pública inicial:

- ✓ Capital recaudado: la oferta totalizó más de \$1.000.000.000 de dólares, cerca de un 20% más de las estimaciones de la compañía.

- ✓ Valuación y demanda de la oferta: estuvo 7 veces sobre-suscripta, consideramos que la acción estuvo sobre-valuada, como consecuencia de la minimización de los escenarios negativos que pudieran impactar en la compañía.
- ✓ Retorno del precio de la acción: desde que comenzó a cotizar, con excepción de los primeros tres meses, la caída del precio de la acción fue una constante.

Para concluir, creemos que, desde una perspectiva *insider* (tanto la compañía como su controlante InterCement), el *IPO* resultó óptimo. Se levantó un monto de capital récord aprovechando un *timing* de mercado inmejorable. Así, InterCement consiguió los fondos para desendeudarse y Loma Negra para ampliar su planta L'Amalí. Sin embargo, la mala *performance* que tuvo la acción desde el tercer mes de cotización hasta el día de hoy nos indica que para el inversor que participó en la oferta, ésta no resultó beneficiosa. Como consecuencia, es posible que Loma Negra encuentre muchas dificultades en el futuro en caso de querer realizar un *follow-on*. Consideramos, entonces, que, desde el punto de vista de la compañía, el *IPO* de Loma Negra fue muy exitoso –prácticamente inmejorable– si se lo mide a corto plazo, pero que a futuro podría convertirse en un obstáculo para la financiación de nuevos proyectos.

Sección 3. Presentación

Presentación del 11 de diciembre de 2018



Recomendación: **BUY**



Posición
Competitiva Dominante



Expectativa de
crecimiento del sector
de la construcción



Tiempo de comprar

PRECIO TARGET:
US\$ 14.09



Precio de Cierre 10 de Dic:

US\$ 9.95

UPSIDE: 42%



Posición competitiva



Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar

Unidades de Negocio de LOMA

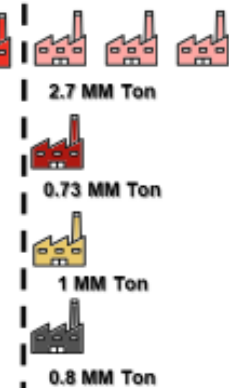


LOMA lidera un mercado estable

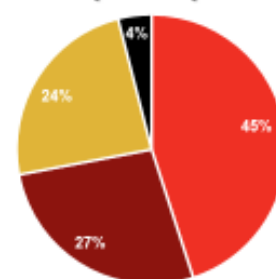
Capacidad Instalada



Proyectos de Expansión



Market Share por compañía





Posición competitiva



Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar





Posición competitiva



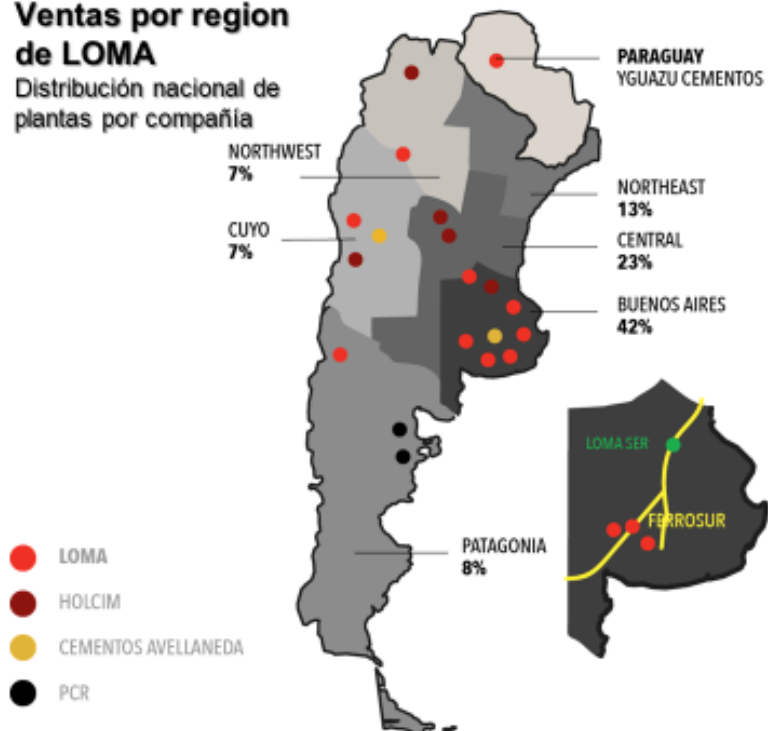
Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar

Ventas por region de LOMA

Distribución nacional de plantas por compañía



80%

Satisfacción del cliente

Con la calidad del cemento, el tiempo de entrega, servicios post ventas y soporte técnico



Contratos de exclusividad con el
70% de los clientes





Posición competitiva

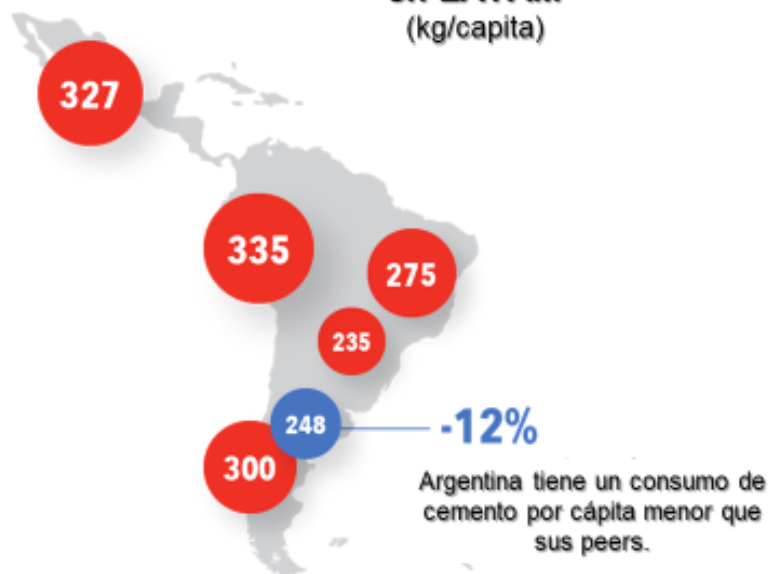


Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar

Consumo de cemento por Cápita en LATAM (kg/capita)



Evolución del Índice Sintético de la Construcción





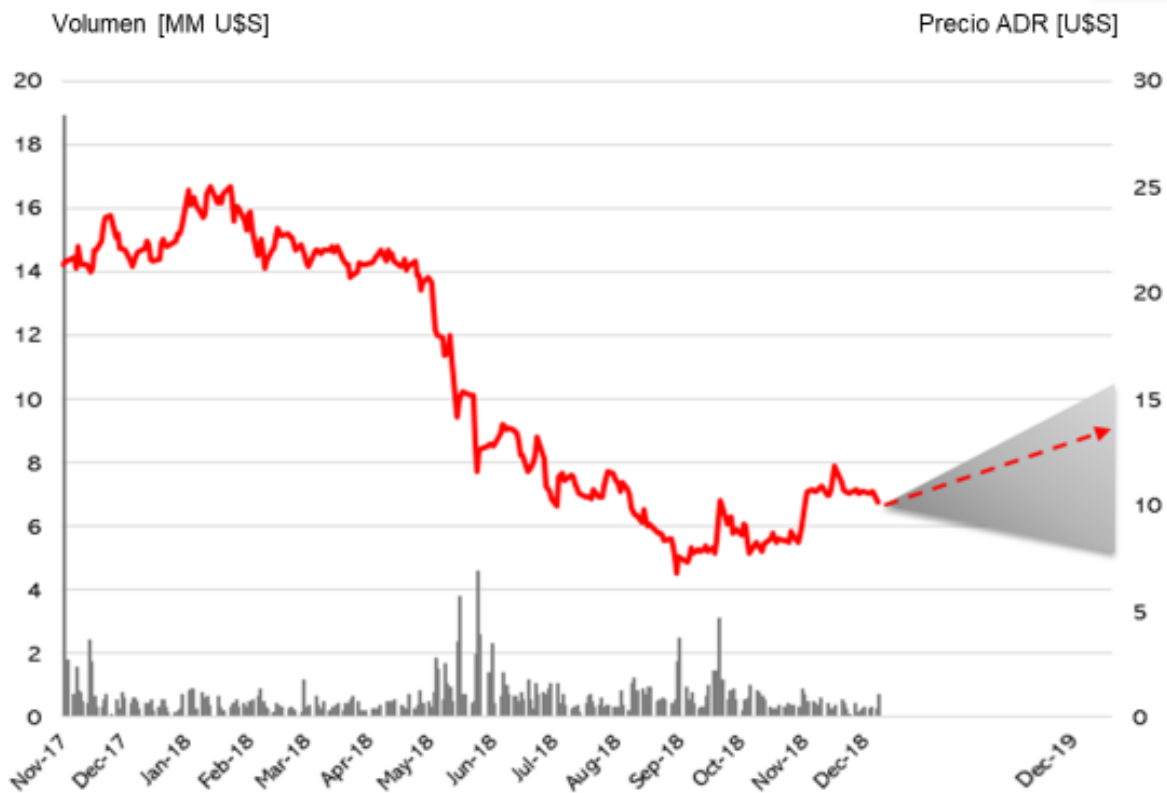
Posición competitiva



Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar



IPO 01 Nov 2017

Mil Millones de U\$S



BULL U\$S 15.82



BASE U\$S 14.09



BEAR U\$S 8.36



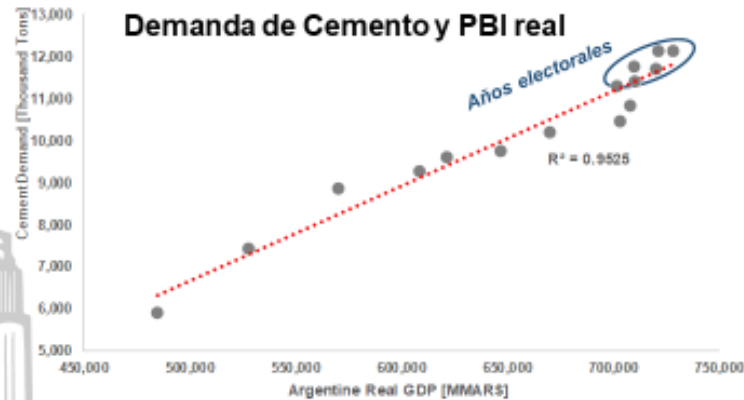
Posición competitiva



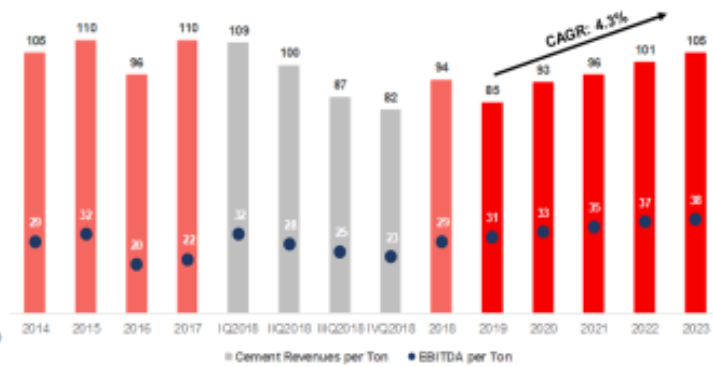
Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar

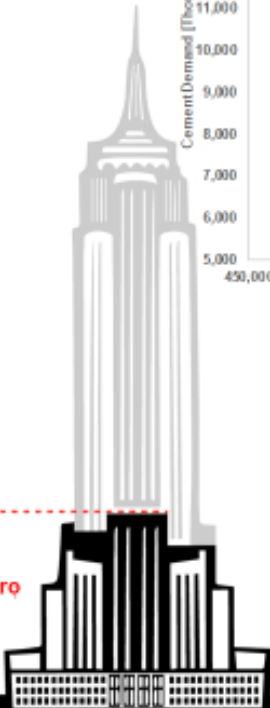


Precios históricos y proyectados de LOMA [USD]

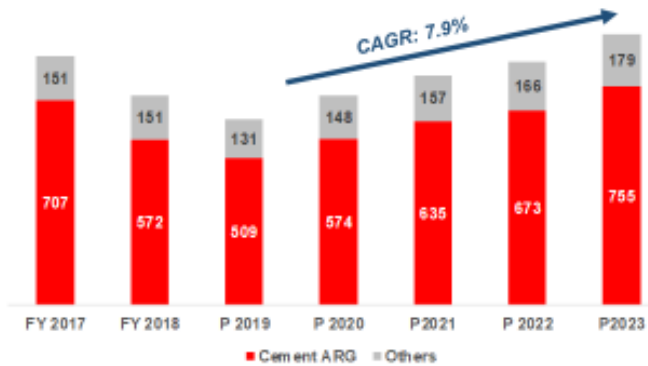


1.

Análisis Financiero



45% Market Share



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI, INDEC y financieros de LOMA.



Posición competitiva



Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



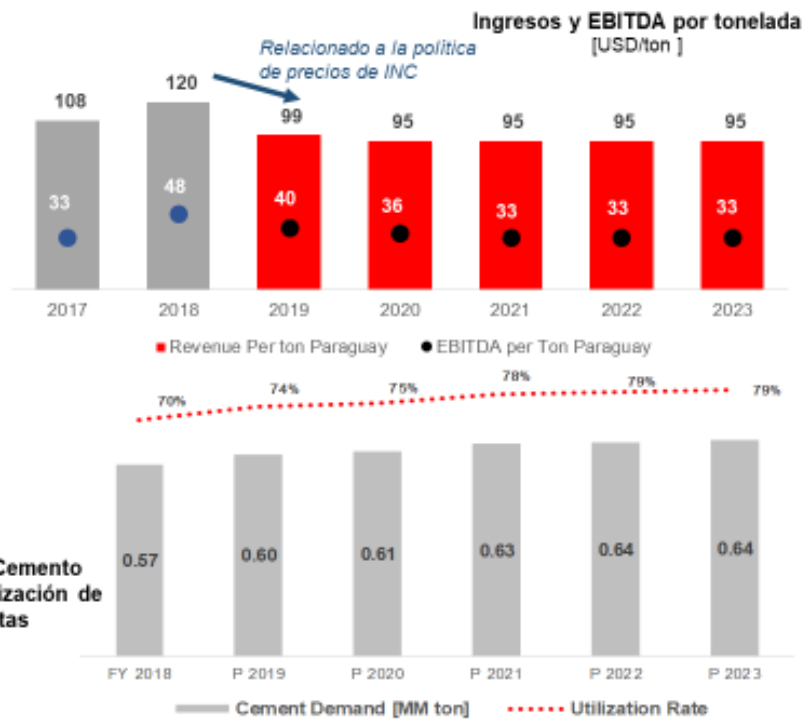
Tiempo de Comprar

1.

Análisis Financiero



Demanda de Cemento y grado de utilización de las plantas





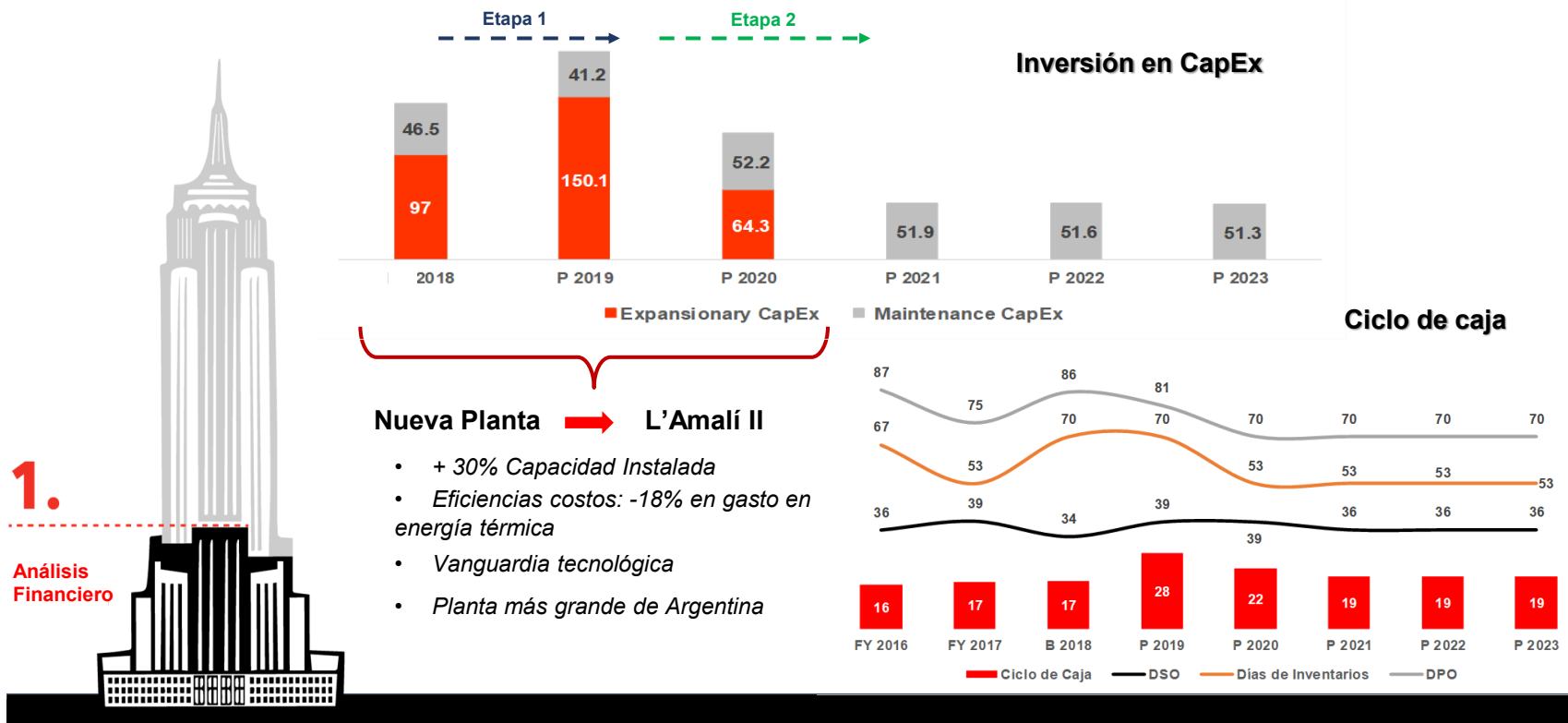
Posición competitiva



Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar





Posición competitiva



Expectativa de crecimiento del sector de la construcción

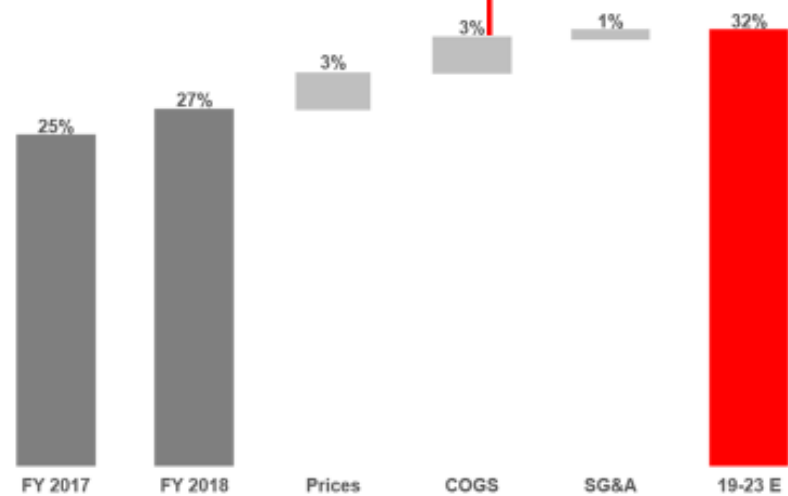


Tiempo de Comprar

Estructura de Costos



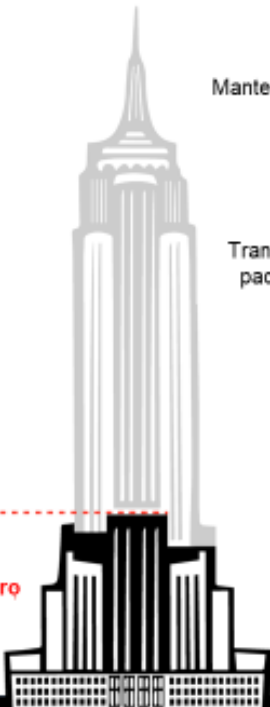
Margen de EBITDA



Eficiencias energéticas de L'Amali

1.

Análisis Financiero





Posición competitiva



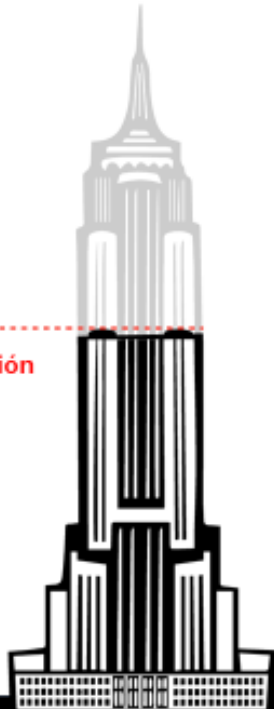
Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar

2.

Valuación



Análisis intrínseco:
DCF



70%

+

30%

Análisis relativo:
múltiplo EV/EBITDA



Target Price
US\$ 14.09



Posición competitiva



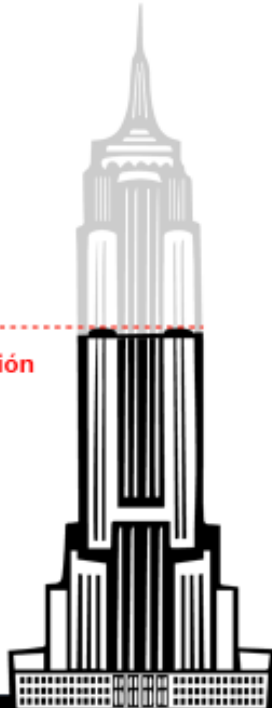
Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar

2.

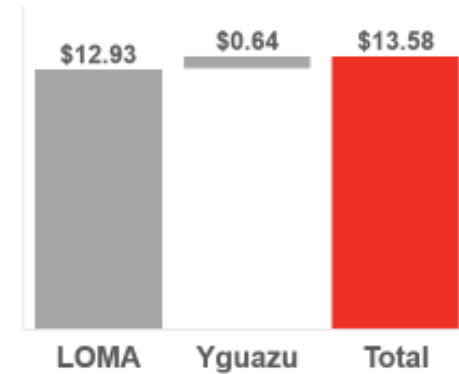
Valuación



		Argentina		Paraguay
		WACC I	WACC II	WACC
K_e	Tasa libre de riesgo	2.56%	2.56%	2.56%
	β_u	0.70	0.70	0.70
	β_L	0.84	1.03	1.10
	Prima de mercado	5.40%	5.40%	5.40%
	Prima de riesgo país	6.42%	6.42%	3.99%
	Prima de iliquidez	1.14%	1.14%	1.14%
Costo del Equity		15.85%	17.17%	13.23%
K_d	Tasa de Interés	8.04%	8.04%	5.82%
	Tasa de IIGG efectiva	25.50%	24.50%	10.00%
Costo de la Deuda (después de impuestos)		5.99%	6.07%	5.24%
WACC	D/E	78.41%	62.69%	62.69%
	WACC	13.74%	12.70%	10.43%

Estrategia Multi-WACC para:

- ✓ Captar la baja progresiva del impuesto a las ganancias en Argentina
- ✓ Necesidad de tomar deuda para financiar L'Amalí



Estrategia de suma de las partes para captar diferencias en:

- ✓ Márgenes
- ✓ Niveles de deuda
- ✓ Dinámicas de FX
- ✓ Diferencias de EMBI+



Posición competitiva



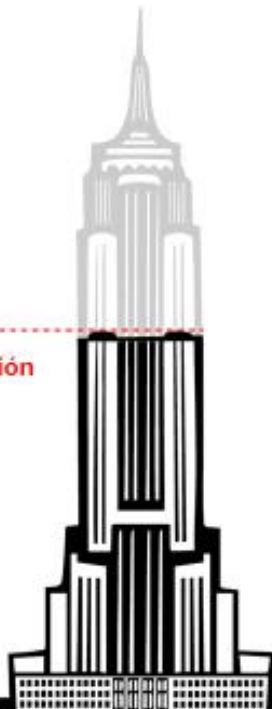
Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar

2.

Valuación



(en millones de US\$)

EBITDA Loma Negra	\$ 245.00
EV to EBITDA Promedio	8.7x
EV Promedio LOMA según múltiplo	\$ 2,125.68
-Deuda	\$ 188.05
-Minority Interest	\$ 122.83
+Caja y equivalentes	\$ 56.46
Equity Value	\$ 1,871.25
Shares Outstanding / 5*	119.20
Valor ADR	\$ 15.27

* 5 acciones por ADR



Posición competitiva



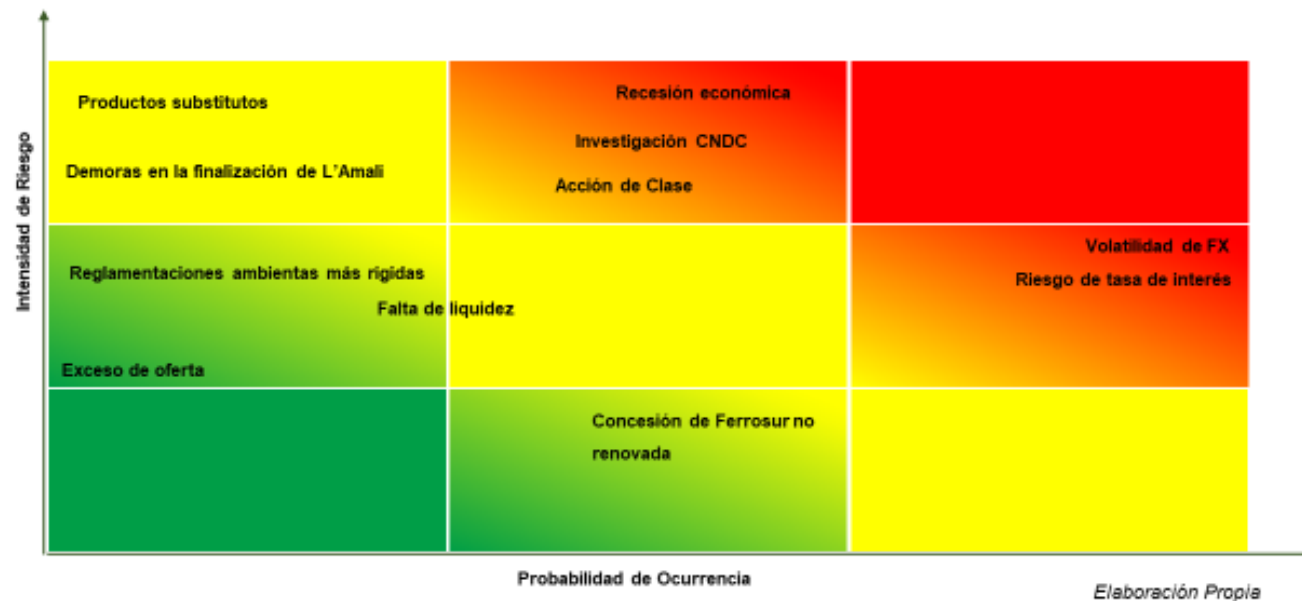
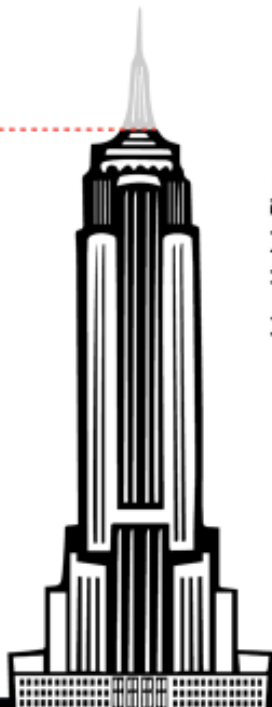
Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar

Matriz Riesgo-Impacto

3.
Riesgos





Posición competitiva



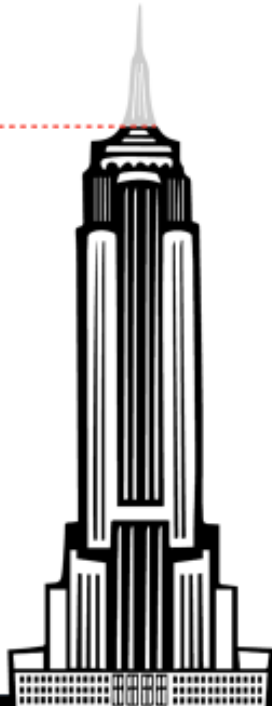
Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar

Acción de Clase: Estimación de Impacto

3.
Riesgos



Probabilidad de no ser desestimada



Ratio de fallos positivos



Duración histórica de las demandas



Costo promedio para las empresas



Impacto estimado en 2021





Posición competitiva



Expectativa de crecimiento del sector de la construcción

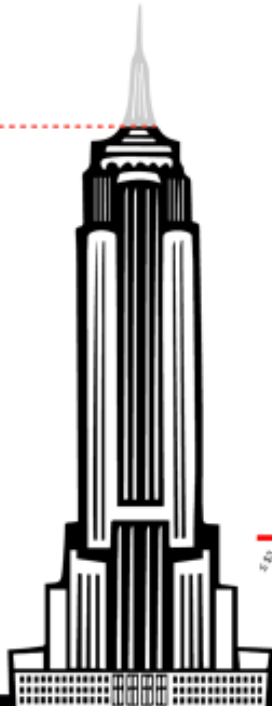


Tiempo de Comprar

Simulación de Montecarlo

3.

Riesgos



Probabilidad de compra del 73%

Target Price:
US\$ 14.09



Estadística Descriptiva Valor

Cantidad de iteraciones	10,000
Promedio	\$ 11,79
Desvío Std.	\$ 3,05
Mediana	\$ 11,77



Posición competitiva



Expectativa de crecimiento del sector de la construcción



Tiempo de Comprar

Análisis de Sensibilidad (valuación intrínseca)



WACC ARG I	WACC ARG II	WACC PGY	Tasa G						
			2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
16,7%	15,7%	13,4%	9,99	10,20	10,42	10,66	10,92	11,20	11,51
15,7%	14,7%	12,4%	10,58	10,82	11,09	11,38	11,70	12,05	12,44
14,7%	13,7%	11,4%	11,27	11,57	11,89	12,25	12,65	13,09	13,59
13,7%	12,7%	10,4%	12,33	12,70	13,12	13,58	14,10	14,68	15,33
12,7%	11,7%	9,4%	13,09	13,56	14,07	14,66	15,32	16,07	16,95
11,7%	10,7%	8,4%	14,33	14,93	15,60	16,38	17,28	18,33	19,57
10,7%	9,7%	7,4%	15,90	16,69	17,61	18,69	19,97	21,52	23,43

Precio [usd/ton]	Tasa G						
	1,0%	2,0%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
75,40	8,81	9,30	9,90	10,24	10,63	11,07	11,57
80,40	10,39	10,94	11,60	11,99	12,42	12,91	13,46
85,40	10,77	11,34	12,04	12,45	12,91	13,42	14,01
95,40	11,74	12,39	13,18	13,58	14,15	14,73	15,39
100,40	11,88	12,55	13,37	13,84	14,37	14,97	15,64
105,40	12,26	12,96	13,81	14,30	14,86	15,48	16,19
110,40	12,63	13,36	14,25	14,77	15,35	16,00	16,73



Recomendación: **BUY**



Posición
Competitiva Dominante



Expectativa de
crecimiento del sector
de la construcción



Tiempo de comprar

Bibliografía

- *Asociación de Fabricantes de Cemento Portland*
Producción de cemento y Clinker
<https://www.afcp.org.ar/produccion-de-cemento-y-clinker>
- *Asociación de Fabricantes de Cemento Portland*
Datos estadísticos 2018
<http://afcp.info/ESTADISTICAS/DATOS-DEFINITIVOS/201812/estadistica02.html>
- *Auditoría General de la Nación, República Argentina*
Informe de Auditoría: Obligaciones a cargo de la Concesionaria Ferrosur Roca S.A. Organismo auditado: Ministerio de Economía, Obras y Servicios Públicos, Res. N° 045, 1998
https://agn.gov.ar/files/informes/1998_045info.pdf
- *Barinka, A. y Millán, C. en Bloomberg*
Loma Negra Rises in Trading Debut After \$954 Million IPO, 2017
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-10-31/largest-IPO-in-decades-pending-in-argentina-for-cement-giant>
- *BCBA*
Oferta pública y listado, 2020.
<https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/financiarse/como-emitir/>
- *Binder, R. en McKinsey.com*
A new way to measure IPO success, 2002
<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/a-new-way-to-measure-IPO-success>
- *Blanco, J. en La Nación*
En la década ganada, 23 empresas dejaron de cotizar en la Bolsa y sólo 12 ingresaron, 2014
<https://www.lanacion.com.ar/economia/en-la-decada-ganada-23-empresas-dejaron-de-cotizar-en-la-bolsa-y-solo-12-ingresaron-nid1721431>
- *Bloomberg*
Global Equity Capital Market: League Tables Bloomberg, 2017
<https://data.bloomberglp.com/professional/sites/10/UPDATE-2-Bloombergs-FY-2017-Global-Equity-League-tables.pdf>
- *Bloomberg*
Global Equity Capital Market: League Tables Bloomberg, 2015
<http://www.bbhub.io/professional/sites/4/Bloomberg-Global-Equity-League-Tables-2015.pdf>
- *Bloomberg*
Global Equity Capital Market: League Tables Bloomberg, 2014
http://www.bbhub.io/professional/sites/4/2015/02/2014_League-Tables_Global-Equity-Capital-Market.pdf

Boettrich, S. y Starykh, S. en *NeraRecent Trends in Securities Class Action Litigation*, 2018
<https://www.nera.com/publications/archive/2018/recent-trends-in-securities-class-action-litigation--2017-full-y.html>

- *Brealey, R. y Myres, S.*
How corporations issue securities, 2003
The McGraw-Hill Companies, Inc.
- *Brau, J.*
Why do Firms go Public?, 2019
https://www.researchgate.net/publication/228252740_Why_Do_Firms_Go_Public
- *Castro Sammartino M.E.*
Derechos de los accionistas minoritarios en la Argentina, 2017
<https://cspabogados.com.ar/derechos-de-los-accionistas-minoritarios-en-la-argentina/>
- *Checn, C. et al.*
Insider Selling and IPO Price Premium, 2018
(https://www.researchgate.net/publication/323159988_Insider_Selling_and_IPO_Price_Premium)
- *Christensen, C.*
Investment Banks and IPOs: selecting a bookrunner, 2018
<https://www.IPOhub.org/investment-banks-IPOs-selecting-bookrunner/>
- *Cornerstone Research*
Accounting and Class Action Filings and Settlements, 2017
<https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/2017-Accounting-Class-Action-Filings-and-Settlements.pdf>
- *Dissanayake, M. y Gates, H.*
Private company IPOs: Is timing everything?, 2016
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/audit/us-audit-private-company-IPOs-is-timing-everything.pdf>
- *First Capital Group*
Argentina ocupó el 3º lugar en latinoamerica con mayor actividad de IPO's en los últimos 5 años y por un total de USD 2.200 de fondos obtenidos, 2019
<https://www.firstcfa.com/en/novedad/634-argentina-ocupo-el-3%C2%BA-lugar-en-latinoamerica-con-mayor-actividad-de-IPOs-en-los-ultimos-5-anos-y-por-un-total-de-usd-2-200-de-fondos-obtenidos>
- *Furió, E.*
Salidas a Bolsa: una estrategia de crecimiento para las empresas, 2018
<https://www.bbva.com/es/salidas-bolsa-estrategia-crecimiento-empresas/>
- *Federacion Interamericana del cemento (FICEM)*
Reporte estadístico, 2018
<http://ficem.org/dev/wp-content/uploads/2018/09/CIFRAS-DE-LA-INDUSTRIA-CEMENTERA-MUNDIAL.pdf>

- *Fondo Monetario Internacional*
IMF DataMapper
<https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>

- *Global Infrastructure Hub (GIH)*
Global Infrastructure Outlook: Argentina, 2018
https://s3-ap-southeast-2.amazonaws.com/global-infrastructure-outlook/countrypages/GIH_Outlook+Flyer_Argentina.pdf

- *Ibboston, R. y Sindelar, L.*
The market's problems with the pricing of initial public offerings, 1994

- *INDEC*
Actividad de la construcción
<https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-3-42>

- *InfoLeg, Ministerio de Justicia y Derechos Humanos*
Ley de Sociedades Comerciales - Ley N° 19.550
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/25000-29999/25553/texact.htm>

- *Horton, M.*
How Do Level I, Level II and Level III ADRs Differ?, 2020
<https://www.investopedia.com/ask/answers/041015/what-are-differences-between-levels-i-ii-and-iii-american-depository-receipts-adrs.asp>

- *Invenomica*
Riesgo País EMBI – América Latina – Serie Histórica
<https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-emb-america-latina-serie-historica/>

- *Investopedia*
IPO, 2019
<https://www.investopedia.com/terms/i/IPO.asp>

- *Kagan, J.*
Book Runner, 2018
<https://www.investopedia.com/terms/b/bookrunner.asp>

- *Klausner, D.*
What makes a successful IPO?, 2019
<https://usblogs.pwc.com/deals/what-makes-a-successful-IPO/>

- *Loma Negra C.I.A.S.A.*
Form 20F: Annual and transition report of foreign private issuers, 2018
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1711375/000119312518139208/d537923d20f.htm>

- *Loma Negra C.I.A.S.A.*
Memoria y Estados Financieros por el Ejercicio Económico Finalizado el 31 de diciembre de 2018, 2018

<http://investors.lomanegra.com/~media/Files/L/Loma-Negra-IR/reports-and-presentations/4q-2018-financial-statements.pdf>

- *Loma Negra C.I.A.S.A.*
Press Release: Loma Negra Announces Closing of Initial Public Offering and Full Exercise of the Underwriters' Option to Purchase Additional ADSs, 2017
<http://investors.lomanegra.com/en/press-releases/2017/03-11-2017-225158576>
- *Loma Negra C.I.A.S.A.*
Press Release: Loma Negra reaffirms plan to invest US\$350 million, 2018
<http://investors.lomanegra.com/~media/Files/L/Loma-Negra-IR/press-release/PR-Loma%20Negra%20Expansion%20Project%20-EN.pdf>
- *Loma Negra C.I.A.S.A.*
Prospecto de la oferta pública inicial, 02 de noviembre de 2017
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1711375/000119312517331163/d225541d424b4.htm>
- *Loma Negra C.I.A.S.A.*
Statement of acquisition of beneficial ownership by individuals, 2018
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1509842/000134100419000115/sc13ga.htm>
- *Lucchesi, C. y Marques, F.* en Bloomberg
Morgan Stanley, BofA, Itau Made the Most on Top-Paying LatAm IPO, 2018
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-16/morgan-stanley-bofa-itau-made-the-most-on-top-paying-latam-IPO>
- *Martínez Fariña, P.* en BBVA
7 key steps to a successful IPO, 2018
<https://www.bbva.com/en/7-key-steps-to-a-successful-IPO/>
- *McKinsey&Co.*
Pathways to a Low-Carbon Economy, 2009
https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/dotcom/client_service/sustainability/cost%20curve%20pdfs/pathways_lowcarbon_economy_version2.ashx
- *Moody's Investor Service*
Rating methodology on Buildings Materials Industry, 2017
http://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1051212
- *Nasdaq*
What Is an ADR, and How Is It Different From a Regular Stock?, 2018
<https://www.nasdaq.com/articles/what-adr-and-how-it-different-regular-stock-2018-10-24>
- *Ntiamoah, P.*
Evidence the IPO Market is Thawing, 2018
<https://blog.auditanalytics.com/IPO-trends-and-statistics-report/>
- *Pagano, M. et al.*
Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, The Journal of Finance, Vol LIII, 1998
<http://www.csef.it/pagano/jf-1998.pdf>

- *PWC*
Roadmap for an IPO: A guide to going public, 2013
https://www.pwc.com/mn/en/capital-markets/assets/mn_roadmap_for_ipo_eng.pdf
- *Salman, S.* en *KPMG*
A Guide to Going Public, 2015
www.KPMG.ca/IPO
- *Securities and Exchange Commission (SEC)*
Investor Bulletin: American Deposit Receipts, 2012
<https://www.sec.gov/investor/alerts/adr-bulletin.pdf>
- *Steinbach, M.*
Capital market, stock exchange and listing segment – what's the right option when taking your business public?, 2018
https://www.ey.com/en_gl/growth/how-to-decide-whether-to-list-in-your-home-market-or-overseas
- *Ullúa, Rubén J.*
Merval CCL
<https://twitter.com/Ullua/status/1240437953496788994>
- *Winck, B.* en *Business Insider*
Here are the 10 biggest stock exchanges in the world, ranked by market cap, 2020
<https://markets.businessinsider.com/news/stocks/biggest-stock-exchanges-world-ranked-market-cap-nyse-nasdaq-trading-2020-6-1029325478#1-new-york-stock-exchange10>
- *Yahoo Finance*
LOMA - Analysis
<https://finance.yahoo.com/quote/LOMA/analysis?p=LOMA>