

14 de mayo de 2025

Strategic data

ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

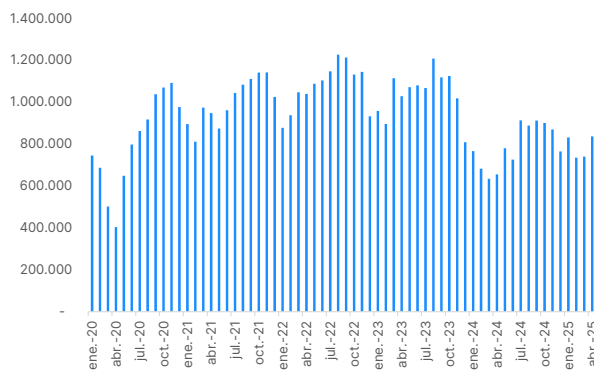
Análisis de Resultados 1Q25: Loma Negra e IRSA

LOMA: primeros signos de recuperación

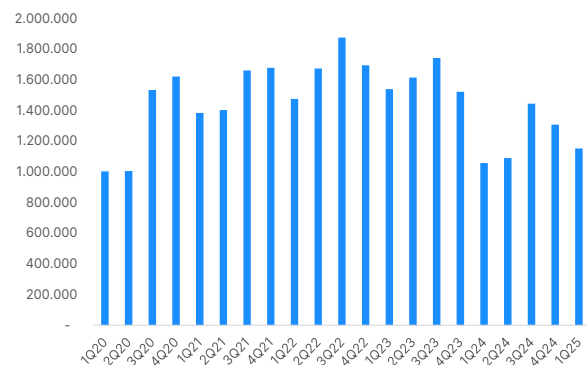
En el primer trimestre de 2025, la cementera de Olavarría tuvo ingresos por ventas por \$163.151 millones, un 8,9% menores a los del año pasado. Sin embargo, como registró costos por \$120.015 millones, 10,3% inferiores en términos interanuales, la caída del resultado bruto fue de apenas 4,7% yoy hasta \$43.136 millones, al tiempo que el margen bruto mejoró en 116 puntos básicos hasta 26,4%. Por otro lado, en este contexto complejo para el negocio, realizaron un esfuerzo por reducir los gastos de comercialización y administración hasta \$19.027 millones (-7,8% yoy), principalmente por menores gastos de marketing y publicidad, en el procesamiento de datos y costos salariales. **Al igual que el resultado bruto, el EBITDA Ajustado cayó contenidamente (-3,2% yoy) hasta \$39.168 millones frente a los \$40.481 millones del 1Q24, pero el margen mejoró en 140 puntos básicos hasta 24,0%.** Continuando con los resultados financieros, la reducción de la inflación y la relativa estabilidad del tipo de cambio se reflejó en una reducción en la ganancia por posición monetaria del 83,6% yoy (hasta \$25.410 millones), pero también de los egresos financieros en 77,0% yoy (hasta -\$8.901 millones). **Así, el resultado antes de impuestos totalizó \$31.901 millones (-74,7% yoy) y, descontando los \$10.650 millones de impuesto a las ganancias, el resultado neto cerró en \$21.250 millones (-73,1% yoy frente a los \$79.061 millones del 1Q24). De esta manera, la ganancia por acción se redujo hasta \$36,80 (-72,9% yoy).**

Algo importante a señalar del trimestre es que, si bien los ingresos por ventas se redujeron en términos interanuales, **los volúmenes crecieron considerablemente.** En el segmento que representa cerca del 85% de los ingresos de la compañía, **Cemento, cemento de albañilería y cal, creció 8,9% yoy pasando de 1,06 millones de toneladas a 1,15 millones de toneladas.** Desde la compañía destacaron que los despachos diarios mejoraron considerablemente hacia el final del trimestre, especialmente en la segunda mitad de marzo. El mayor crecimiento estuvo en el formato en bolsa que trepó 12% yoy, mientras que el cemento a granel, usualmente más vinculado a la obra pública, quedó más rezagado. **Los otros segmentos también mostraron importantes avances con Hormigón, Ferroviario y Agregados creciendo 22,8% yoy, 19,9% yoy y 29,0% yoy, respectivamente.** En el primer caso se destacó la mayor actividad en proyectos de infraestructura privada y desarrollos de energías renovables en la provincia de Buenos Aires, junto con un leve repunte en obras públicas. En el mismo sentido, Agregados creció 29,0% yoy por una actividad sostenida en proyectos de construcción de rutas en Buenos Aires y Santa Fe. Por último, los volúmenes del segmento Ferroviario crecieron impulsados por el aumento en el transporte de materiales de construcción y granos, pero fue afectada por la inundación en Bahía Blanca que interrumpió la línea ferroviaria que conecta esa ciudad con Neuquén.

Despachos mensuales de cemento portland en Argentina -En toneladas-



Despachos trimestrales de LOMA -En toneladas-



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI) en base a LOMA y AFCP

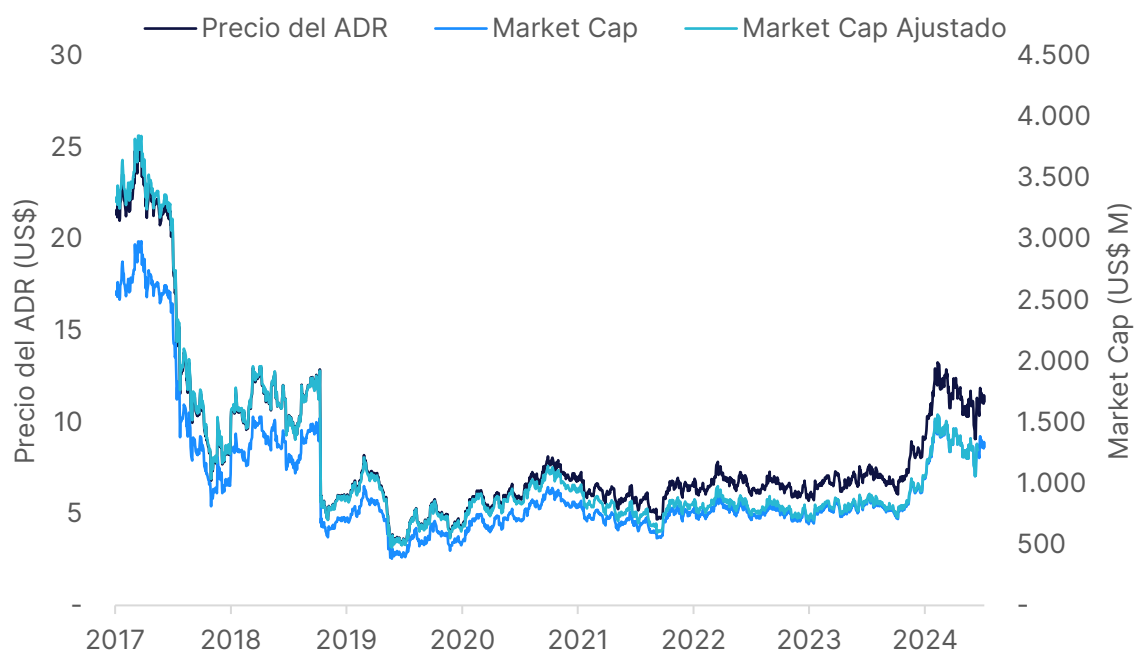
A pesar del adverso 2024, **la compañía redujo sustancialmente su deuda neta que pasó de \$276.499 millones en el 1Q24 hasta \$186.604 millones en el 1Q25.** Así, **el ratio Deuda Neta/EBITDA Ajustado se redujo de 1,30x hasta 0,96x.** Un punto para advertir es que prácticamente la totalidad de los vencimientos se concentran en el corto plazo (el 93,2%) y su posición de caja representa apenas el 5,8% de estos vencimientos corrientes. No obstante, **dado su buen historial crediticio y su activa participación en los mercados de deuda, no debería tener mayores problemas en rollear estos vencimientos**, en particular de su ON LOC20 que vence a finales de este año.

Uno de los puntos centrales para el futuro de Loma Negra tiene que ver con su controlante. Recordamos que Inter Cement no pudo alcanzar un acuerdo definitivo dentro de los plazos de recuperación extrajudicial para la reestructuración de su deuda y la readecuación de su estructura de capital, por lo que solicitó un procedimiento de Recuperación Judicial. Durante el año pasado circularon distintas versiones respecto de una posible venta e incluso se señalaron algunos potenciales compradores locales, pero nada fue confirmado. Según algunos medios, en febrero de este año, **la compañía brasilera presentó un plan de recuperación en la Corte de Sao Paulo en el que habría ofrecido pagar sus créditos garantizados con los ingresos de una eventual venta de Loma Negra.** Desde la cementera de Olavarría no brindaron mayores precisiones al respecto con lo cual habrá que esperar para conocer si efectivamente hay un cambio de controlante en la principal compañía cementera de Argentina.

Volviendo a las operaciones de la compañía, hacia adelante, las perspectivas no son más que positivas. **Sergio Faifman, CEO de Loma Negra, destacó que la industria continúa en proceso de recuperación** con un incremento de 11% yoy y espera que, si se confirma la recuperación de la economía, el sector de la construcción se beneficie de una tendencia sólida y sostenida. En este sentido, **las cifras de despacho de cemento de abril fueron un 28% superiores en términos interanuales y un 13% mayores en términos secuenciales.** El desafío puede venir por el lado de las dinámicas de precio, tal como se observó en el primer trimestre, aunque Faifman sostuvo que mantendrán el enfoque de proteger la rentabilidad y preservar un balance sólido y resiliente. El precio de US\$115 por tonelada se considera sostenible, aunque puede verse presionado al alza si continúan aumentado algunos de los costos de la compañía.

Por último, una breve mención en cuanto al valor de la compañía. Con un *market share* cercano al 50% del mercado argentino y una importante capacidad ociosa, parece ser uno de los principales jugadores para apostar por una recuperación del sector de la construcción. Recién a principios de diciembre del año pasado logró cerrar su gap con respecto a las PASO de 2019 y debería duplicarse para alcanzar los valores de su IPO, siendo una compañía mucho más sólida que en aquel entonces luego de haber completado las obras de la planta L'Amalí. En cuanto a sus ratios de valuación, **un EV/EBITDA de 6,3x puede parecer elevado, al igual que un P/S de 2,0x, cuando en los últimos años estuvo en torno a 1x, mientras que el P/BV fue de 1,6x, en un contexto en el que la compañía registró una performance por inferior a la industria.** No obstante, la capacidad de mantener resultados positivos en un contexto sustancialmente adverso, junto con un amplio margen para crecer por su capacidad ociosa disponible, hacen de LOMA uno de los mejores instrumentos para aprovechar la recuperación del sector de la construcción. Otra forma de indagar respecto del valor de la compañía puede surgir de proyectar para los próximos quince años los resultados del presente y preguntarnos que tasa de crecimiento de los resultados por acción espera el mercado. En este caso, **las proyecciones deberían alcanzar una tasa del orden del 18% en promedio, algo que parece muy elevado para una industria madura,** aunque podría bajar sustancialmente si la tasa de descuento que se aplica a una empresa argentina se reduce de la mano de un menor riesgo país.

Capitalización de mercado de LOMA



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

IRSA: comienza el proyecto de desarrollo más ambicioso de la historia de CABA

El 6 de mayo, luego del cierre del mercado, IRSA (BYMA: IRSA; NYSE: IRS) reportó sus estados financieros correspondientes al tercer trimestre del ejercicio fiscal 2025. **La compañía informó ingresos consolidados por \$105.708 millones, lo que representa una variación interanual positiva del 13,5%**, impulsada principalmente por una mejora en la actividad de centros comerciales. Debido a que incurrió en costos por \$42.511 millones (+40,0% yoy), **el resultado bruto se situó en \$63.197 millones (+0,7% yoy) y el margen bruto se redujo en 762 puntos básicos hasta 59,78%**. Un punto central del estado de resultados de IRSA y que en muchas oportunidades define la última línea es el resultado por cambios en el valor razonable de las propiedades para la venta. Este trimestre no fue la excepción, debido a que pasó de una pérdida de \$927.497 millones en el 1Q24 a una ganancia de \$111.142 millones en el 1Q25. Por su parte, los gastos de administración se redujeron en 3,8% yoy, mientras que los de comercialización saltaron un 36,9% yoy, pero fueron compensados por "otros resultados operativos que pasaron de una pérdida de \$1.903 millones a una ganancia de \$4.614 millones. De esta manera, **el resultado operativo exhibió un crecimiento significativo al pasar de -\$887.167 millones en 3FQ24 a \$157.161 millones en 3FQ25, explicado principalmente por la mencionada reversión en los ajustes por valuación de propiedades de inversión**. Si quitamos el efecto de esta revaluación el resultado operativo hubiera pasado de \$40.330 millones en el 1Q24 a \$46.019 millones en el 1Q25. Por su parte, en el 3FQ25, la participación en asociadas y negocios conjuntos implicó una pérdida de \$16.848 millones, más de seis veces las pérdidas del mismo período del año anterior (\$2.555 millones). En tanto, los resultados financieros netos pasaron de una ganancia de \$139.164 millones a una pérdida de \$1.474 millones, lo que llevó **al resultado antes de impuestos a \$138.839 millones**. Por último, dado que el impuesto a las ganancias fue de \$59.294 millones, **el resultado neto cerró en \$79.545 millones**, lo que implicó una notable mejora en comparación al resultado negativo del mismo período del año pasado (-\$520.796 millones).

Desagregando los principales segmentos del negocio, **en los Centros comerciales la superficie alquilable de centros comerciales ascendió a 371.186 m², y si bien las ventas de los locatarios treparon hasta \$618.333 millones (+13,4% yoy)**, en el acumulado de los 9 meses aún se mantienen 4,6% por debajo del mismo período. La ocupación creció al 98,1%, sin contar el recientemente adquirido centro comercial Terrazas de Mayo, ocupado al 81,7%. Cabe destacar que todos los segmentos mostraron un crecimiento en términos interanuales con especial salto en Electro (+50,9% yoy), Entretenimiento (+30,5% yoy) y Hogar y Decoración (+30,1% yoy), mientras que Indumentaria y calzado, que representó el 49,0% de las ventas del trimestre, creció apenas 3,6%. Además, cabe señalar que, en el acumulado del ejercicio fiscal, Indumentaria y calzado es el que explica el desempeño del segmento con una caída del 9,2% yoy. A pesar de ello, en el último trimestre el EBITDA rentas superó los US\$42 millones, llevando **la métrica de los últimos doce meses a US\$158 millones, el nivel más alto en los últimos 10 años**.

En cuanto al segmento de **Oficinas, la superficie alquilable se mantuvo estable frente al trimestre pasado en 58.074 m²** debido a que no se realizaron nuevas ventas. No obstante, **la ocupación total mejoró pasando de 86,6% en el 3FQ24 a 96,4% en el 3FQ25 y desde 94,3% en el trimestre pasado**. Las oficinas premium mantuvieron el 100% de ocupación y la renta promedio por metro cuadrado creció levemente de manera secuencial pasando de US\$25,5 a US\$25,7, pero más

considerablemente desde los US\$24,6 del año pasado. En este sentido, el EBITDA rentas del trimestre se ubicó en US\$3,2 millones en línea con los trimestres previos.

Por otro lado, el segmento de **Hoteles** volvió a quedar rezagado en un contexto en el que la apreciación del peso frente al dólar volvió al país un destino menos atractivo para el turismo receptivo. **La ocupación promedio fue del 65,1%, mientras que la tarifa promedio creció hasta US\$236,8.** Aun así, desde la compañía advirtieron también que la menor ocupación en el Hotel Liao Liao se debe a la menor disponibilidad de habitaciones por obras en las mismas. Por último, el EBITDA rentas para el segmento fue de US\$2,9 millones.

En cuanto a la porción del negocio dedicada a los desarrollos, el proyecto más ambicioso que encara IRSA, y que incluso han catalogado como el más ambicioso de la historia de la Ciudad de Buenos Aires, es Ramblas del Plata. Se trata de 870 mil metros cuadrados construibles, de los cuales 693 mil son comercializables. En diciembre obtuvieron las habilitaciones pertinentes, comenzaron las obras en enero y confían que estarán completas para mediados del próximo año. En la misma línea, esperan que las primeras construcciones de los distintos desarrolladores comiencen en los próximos meses. Al mismo tiempo, **la comercialización avanza a buen ritmo. De hecho, debido al interés que recibieron de parte de potenciales compradores decidieron ampliar la primera etapa de comercialización añadiendo 6 lotes adicionales que estaban previstos originalmente para la segunda etapa,** ampliando la primera hasta los 164 mil metros cuadrados comercializables. Según la información compartida, de enero a mayo se firmaron dos boletos de compraventa y 9 contratos de permuta por 11 lotes por una superficie estimada de 94.933 m² por US\$66,1 millones, quedando pendientes de comercialización 9 lotes más. **Un punto no menor es que IRSA entrega la tierra y recibirá entre un 25 y un 30% de los metros cuadrados desarrollados,** lo que con las perspectivas del mercado inmobiliario puede representar un aumento del valor de estos metros de manera sustancial. A este se suman otros proyectos como el Edificio del Plata sobre la Avenida 9 de Julio, Nuevo Quilmes II o el proyecto habitacional y un shopping en La Plata.

Ubicación del proyecto



Etapas de comercialización

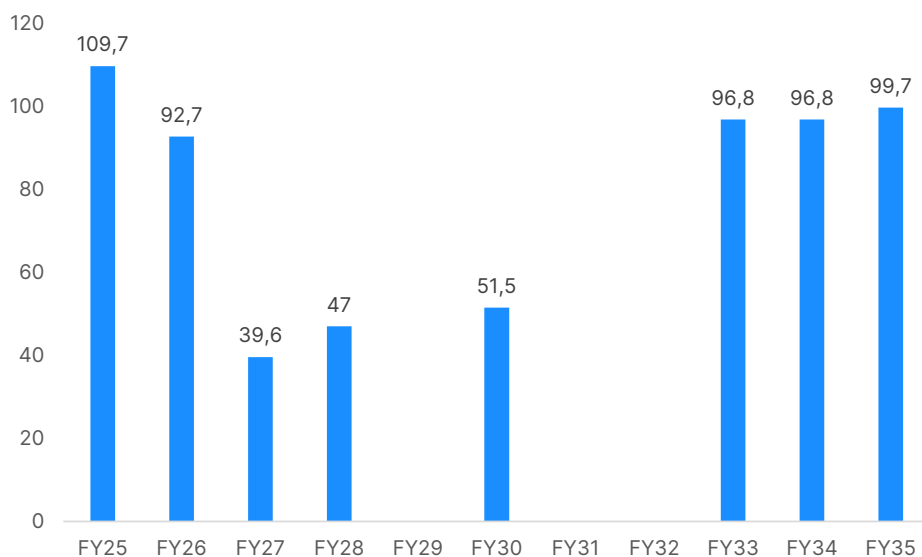


Fuente: Presentación de Resultados de IRSA

Un hecho que no pasó desapercibido durante el trimestre es que IRSA volvió a los mercados de crédito internacionales con la emisión de su Obligación Negociable Clase XXIV por un valor nominal de US\$300 millones. Esta deuda vence en 2035, devenga una tasa del 8% y amortiza por tercios a partir de 2033. **Esta operación permitió a la compañía mejorar significativamente su perfil de deuda** debido a que, por un lado, US\$242,2 millones fueron suscriptos en efectivo aumentando

la posición de caja, mientras que US\$57,8 millones fueron en canje por la ON Clase XIV con vencimiento en 2028. **Así, la deuda total de IRSA cerró en US\$633,8 millones, pero con una posición de caja de US\$401,9 millones, dejando una deuda neta de US\$231,9 millones. El ratio Deuda Neta/Rental EBITDA es de apenas 1,31x.** Con esta disponibilidad de efectivo cancelarán los US\$109,7 millones que vencen durante el 2025, teniendo amplias posibilidades de ampliar el *leverage* para afrontar alguno de sus proyectos.

Perfil de vencimientos de IRSA



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI) en base a presentación de resultados de IRSA

Para culminar, **IRSA es una de las compañías del Merval que puede capturar la creciente actividad en el mercado inmobiliario de la Ciudad de Buenos Aires.** Durante el 2024, las escrituras tocaron un pico de 7.667, muy cerca de los 7.862 del año 2018, el mejor momento del mercado inmobiliario de la última década. A esto se suma el crecimiento de las hipotecas, que a pesar de mantener un peso sobre el PBI muy pequeño (0,5% del PBI), ya alcanzan el 21% de las transacciones, cuando poco tiempo atrás apenas representaban el 3% del total. El aumento del crédito seguramente impulse al alza el precio del metro cuadrado mejorando la valuación de los activos de la compañía. Por último, observando algunos múltiplos de valuación, **no podemos afirmar categóricamente que la compañía esté subvaluada. No obstante, el P/BV en 0,8x parece atractivo, mientras que el EV/EBITDA en el último trimestre terminó en 8,5x, que si bien puede parecer elevado para la compañía debe considerarse que en el precio de mercado de la acción podrían estar incorporados los potenciales ingresos por los nuevos desarrollos de IRSA como Ramblas del Plata,** mientras que en el EBITDA no se consideran estos ingresos potenciales futuros.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich

Equity Analyst
dvlassich@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

www.portfoliopersonal.com

✉ consultas@portfoliopersonal.com

☎ 0800 345 7599

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.