

Fitch baja a BBB+(arg) a las ONs convertibles de Cerámica San Lorenzo

15 de julio de 2010

Fitch Argentina bajó a BBB+(arg) desde A-(arg) a las ONs Convertibles por hasta US\$ 12 MM emitidas por Cerámica San Lorenzo I.C.S.A. (CERA). La perspectiva es Estable. La baja en la calificación se debe al deterioro previsto de su generación de fondos dado el cambio estructural específico del mercado de cerámicos, el cual presenta un importante exceso de capacidad y un aumento de la competencia que hace que los márgenes operativos continúen debilitados, a pesar de la recuperación de la demanda. Los márgenes están presionados por el aumento en los costos operativos ante el contexto inflacionario, la imposibilidad de trasladar los mayores costos a los precios por el aumento en la competencia y la mayor participación de las exportaciones en las ventas con menor margen de rentabilidad. En 2009 el margen de EBITDA se redujo al 2.2% y para 2010 se espera que suba a alrededor del 4%, muy por debajo de los niveles históricos (por arriba del 20% en los últimos 5 años). La calificación considera la adecuada estructura de capital de la compañía, su importante posición competitiva y su pertenencia al Grupo Etex, el cual le otorga sinergias con sus operaciones en Chile. La emisión de ONs Convertibles por US\$ 12 MM en oct'09 le permitió reducir su deuda de corto plazo, lo cual se tradujo en una mejora en su flexibilidad financiera en un contexto de fuerte baja en el ciclo de la industria. En los próximos dos años la compañía no debe afrontar compromisos de capital significativos. A su vez, las ONs fueron suscriptas mayormente por sus accionistas, lo cual reduce el riesgo de refinanciación. Para 2010 se estima un deterioro en el flujo de fondos operativo, a partir de mayores necesidades de capital de trabajo producto de la recuperación de las ventas. A su vez, se espera un leve incremento en las inversiones, con lo cual el flujo libre sería negativo y la deuda neta aumentaría respecto del año anterior. En 2009 la compañía obtuvo un flujo libre positivo por \$ 16 MM a pesar del bajo nivel de EBITDA producto de: i) el ajuste del capital de trabajo y de sus niveles de producción al menor ritmo de demanda, ii) la reducción de sus inversiones de capital al mínimo necesario para el mantenimiento y iii) la decisión de no realizar distribuciones de dividendos. Fitch espera una paulatina recuperación de los márgenes y EBITDA de la compañía que derivará en una mejora en sus indicadores crediticios. Para 2010 se estima que el ratio deuda/EBITDA se ubique en torno a las 5/6x, con coberturas de intereses de alrededor de 1.5x. No obstante, en los próximos dos años se espera se mantenga el entorno operativo de mayor competencia y márgenes reducidos. Las variables a monitorear son la recuperación de las ventas a través del aumento de las exportaciones, el impacto de la inflación y de las restricciones energéticas en los costos operativos, y cierta recuperación en los precios y márgenes de EBITDA. Cualquier impacto negativo de estas variables superior al estimado, podría derivar en una revisión de la calificación hacia la baja. El EBITDA del año móvil a mar'10 se ubicó en \$ 7.3 MM, muy por debajo del EBITDA del ejercicio 2008 de \$ 68 MM. La caída en el EBITDA derivó en un fuerte deterioro de sus indicadores crediticios (deuda/EBITDA de 10.6x). Esto se vio mitigado por el aumento en el flujo de fondos libre producto del ajuste del capital de trabajo e inversiones, que le permitió mantener una adecuada estructura de deuda. A mar'10 la deuda financiera de CERA ascendió a \$ 77.7 MM (deuda neta de caja \$65MM), concentrada en un 60% en el largo plazo a partir de la emisión de ONs convertibles. Cerámica San Lorenzo (CERA) es líder en el mercado de revestimientos cerámicos argentino, con una participación cercana al 30%. CERA es indirectamente controlada por el Grupo Etex, a través de Inversiones San Lorenzo S.A., quien posee 81.68% del capital y 94.28% de los votos. El Grupo Etex es un grupo de origen belga especializado en materiales de construcción, con presencia en 42 países, ventas por más de 2.000 millones de Euros de las cuales un 20% se originan en Latinoamérica. El resto del capital de CERA cotiza en la bolsa de Buenos Aires. El informe correspondiente se encuentra disponible en el website de Fitch Argentina www.fitchratings.com.ar. Fitch utilizó el criterio master 'Corporate Rating Methodology', del 24 de noviembre de 2009, disponibles en

www.fitchratings.com, así como el Manual de Calificación presentado ante la Comisión Nacional de Valores. Contactos: Fernando Torres - Gabriela Catri: +54-11-5235-8100 - Buenos Aires.