

11 de mayo de 2023

Argentina Weekly

Sequía en el Agro = Sequía de Dólares

Como nunca se siente en las arcas del BCRA el impacto de la sequía. A días de que se termine el primer tramo del “dólar agro” (lo aportado por la soja) el resultado ha quedado lejos de las expectativas del gobierno. Así, la autoridad monetaria continúa sin poder recomponer reservas frente a la persistente demanda de divisas y las reservas netas se encuentran en terreno negativo en niveles de USD -1.000 MM, a la vez que las líquidas, a las que se llega restando oro y DEGs se encuentran en torno a los USD -6.800 MM. Es por esto que creemos que es imperativo para el ministro Massa, destrabar el adelanto de los fondos del FMI, lo que le permitiría mejor la foto.

Mañana se conocerán los resultados del dato de inflación de abril. Si tomamos como referencia la tendencia mostrada por la inflación medida en CABA, cuyo dato para abril se situó en 8,1% (frente a 7,8% en marzo) y monitoreando las variables monetarias es doble de esperar que abril se encuentre cercano al 8%. Esto representaría nuevamente un incremento en la nominalidad de la economía, que conjuntamente con la caída en la demanda de dinero nos lleva a considerar que son pocos los argumentos para no esperar un alza en los meses subsiguientes.

Este mes el Tesoro deberá enfrentar vencimientos por un total de alrededor de \$1,1 BB correspondientes a la Lede mayo (S31Y3) y la Lecer mayo (X19Y3); el MECON ha realizado ciertos cambios normativos aplicables a la segunda vuelta para intentar captar más fondos a través de los Market Makers. Creemos que el Tesoro no va a tener problemas en lograr el financiamiento de estos vencimientos, aunque estimamos que -como en las licitaciones anteriores- el monto se encuentre por debajo de lo requerido para lograr un financiamiento neto positivo necesario para cubrir el déficit.

El CCL se mantuvo relativamente estable durante la semana en valores de \$450, como respuesta a dicha estabilidad el BCRA desaceleró el ritmo de devaluación. Comparando este valor con nuestro “benchmark” del CCL -el cual arroja un nivel de \$540- el desvío se encuentra en 20,27%. Los bonos soberanos argentinos mostraron esta semana un signo de recuperación después del fuerte derrumbe de paridades que experimentaron en abril, donde cayeron en torno al 11%.

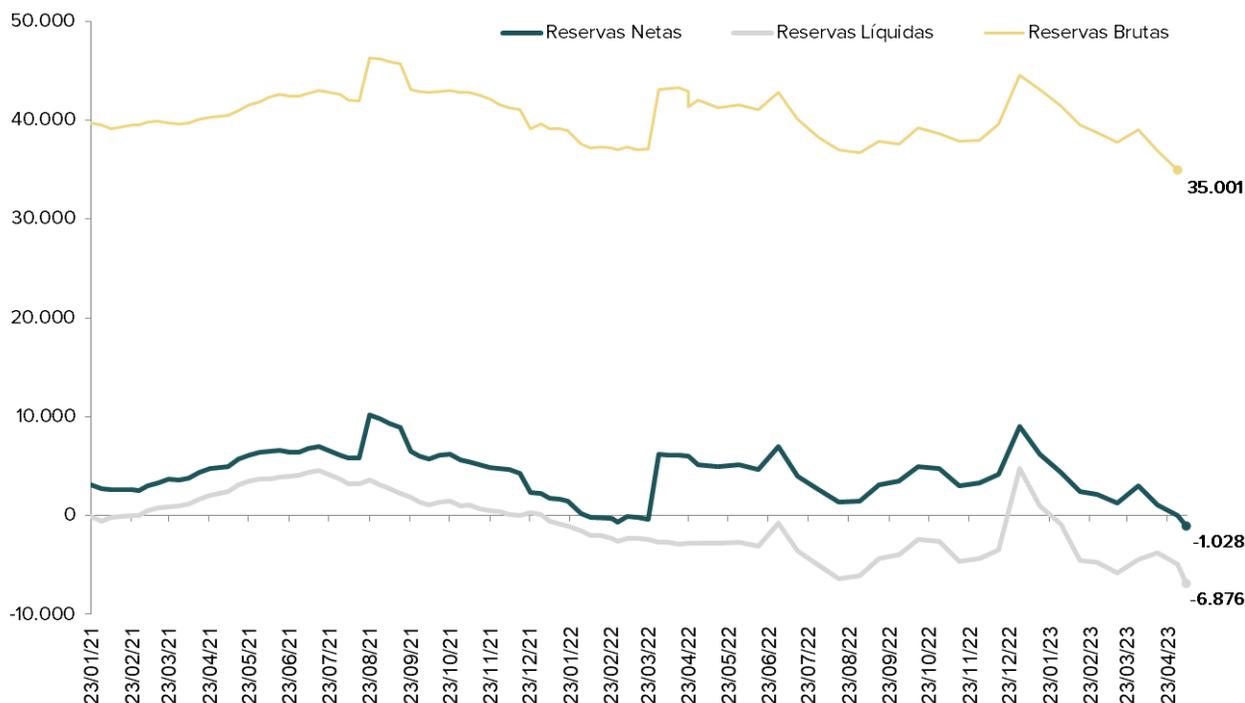
ECONOMÍA

Analizamos en detalle los aspectos que consideramos más relevantes de la macro argentina: Reservas, inflación, nivel de actividad del comercio e industria y próxima licitación de mayo.

1. Reservas: El BCRA continúa sin poder recomponer reservas frente a la persistente demanda de divisas y una oferta de dólares que continúa sin aparecer debido al impacto de la sequía y el débil desempeño que hasta el momento muestra el Dólar Agro. Las reservas netas ya se encuentran en terreno negativo en niveles de USD -1.000 MM, a la vez que las líquidas, a las que se llega restando oro y DEGs se encuentran en torno a los USD -6.800.

El sector sojero y las economías regionales llevan liquidados casi USD 2.400 MM faltando tres semanas para que termine la ventana de liquidación para el sector sojero. De esta forma, el programa se encamina a no cumplir con las expectativas del gobierno, que esperaba para finales de mayo una liquidación de USD 5.000 MM. Uno de los mayores obstáculos del programa fueron los incentivos decrecientes que tuvieron los exportadores a medida que se achicaba la brecha entre el tipo de cambio oficial y el preferencial que ofrece el programa (\$300), mientras que por otro lado se encuentra la elevada brecha con respecto a los FX financieros y las crecientes expectativas de devaluación.

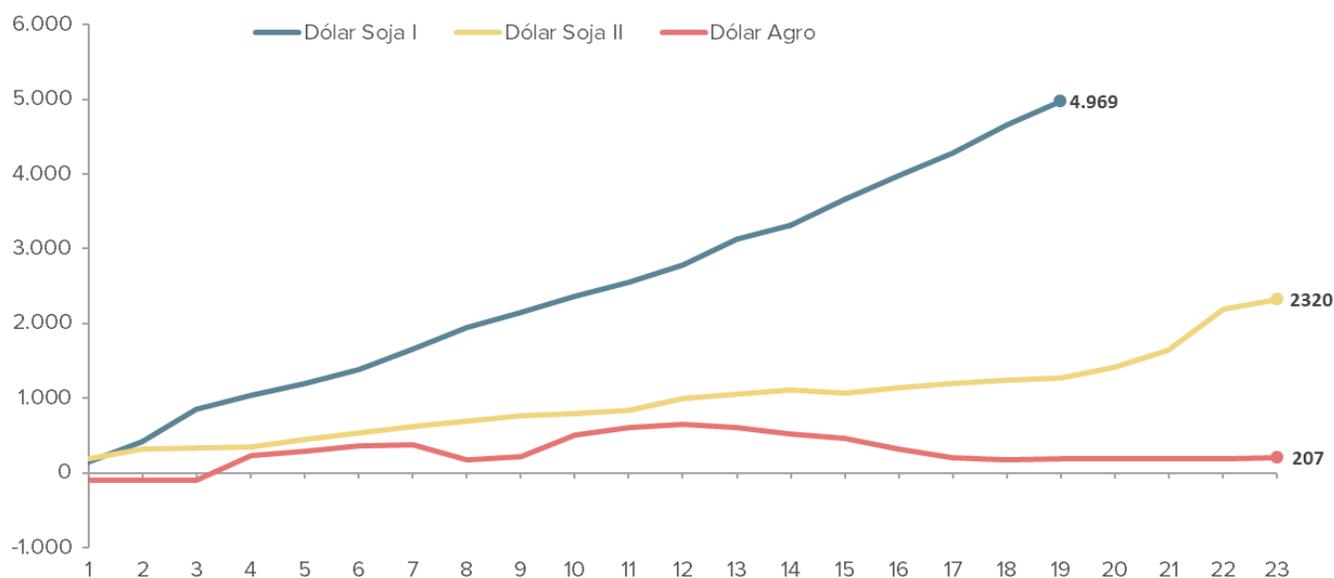
Reservas Brutas, Netas y Líquidas



Fuente: IEB en base a BCRA

En lo que va de mayo el BCRA acumula ventas en el MULC por USD 252 MM y si bien esta semana se perfila a terminar con un saldo positivo los montos que logra capturar con respecto a lo liquidado por el sector agro continúa siendo bajísimo. Esta semana logró comprar solo el 6% de lo liquidado a través del Programa de Incremento Exportador (PIE), mientras que las dos semanas anteriores en las cuales se había liquidado USD 418 MM y USD 358 MM, la autoridad monetaria terminó con saldos negativos en el MULC de USD 274 MM y USD 48 MM, respectivamente. Los resultados totales del programa son similares, si miramos las compras del BCRA desde el inicio del PIE, vemos que solo logró comprar un 9% del total liquidado. Si no se ven cambios en el esquema que produzcan nuevos incentivos y así aumenten la oferta, el programa parece no mejorar las perspectivas.

Compras acumuladas del BCRA en el MULC por rueda (en USD MM)



Fuente: IEB en base a BCRA

Por otro lado, el Ministro de Economía comunicó que se usarán USD 5.000 MM del swap chino para pagar importaciones entre mayo y agosto. Además especificó que ya se usaron cerca de USD 1.400 MM en abril y que de existir las condiciones políticas se podría llegar a un acuerdo para hacer uso del total del swap que representan USD 19.000 MM.

Hasta el momento tampoco trascendió nada respecto al adelantamiento de desembolsos del FMI por un total de US 10.600 MM previstos para el período entre junio y diciembre. De concretarse esto, se reduciría la presión actual sobre las reservas, sin embargo, como ya mencionamos se podría esperar que llegue acompañada de nuevas condiciones y objetivos que limiten las políticas futuras del gobierno como, por ejemplo, la intervención en el mercado cambiario.

2. Inflación: La inflación en CABA se continúa acelerando, midiendo para el mes de abril una variación general de 7,8% respecto al mes anterior, mientras que la inflación núcleo durante el mismo periodo fue de 8,1%. Esto nos lleva a pensar que el Relevamiento de Expectativas del Mercado elaborado por el BCRA podría estar subestimando nuevamente la inflación a nivel nacional, ya que, según dió a conocer el organismo el día viernes, el mercado estaría esperando una inflación de 7,5%, es decir, un dato por debajo del IPC de marzo. Recordemos que para el mes de marzo la inflación general a nivel nacional había sido del 7,7%, mientras que lo esperado por el mercado era de 7%.

Por otra parte, durante la semana anterior, el BCRA realizó una nueva emisión para girar adelantos transitorios al tesoro por \$140.000 MM, de los cuales se estima que habría utilizado \$100.000 MM con el fin de adquirir divisas para el pago que se realizó durante la misma semana al FMI. Con esto, los adelantos transitorios suman un total de \$370.000 MM en lo que va del año, lo que sin dudas genera una mayor presión para la inflación y hace difícil imaginar que el índice podría encontrarse por debajo de lo informado el mes anterior. Por lo que, estaremos atentos a la publicación que llevará adelante el INDEC el día de mañana.

3. Nivel de actividad del comercio e industria: El INDEC dió a conocer esta semana el Índice de Producción Industrial Manufacturero y el Índice de la Construcción para el mes de marzo. Los datos muestran que la construcción creció 3,5% mensual desestacionalizado mientras que la industria creció 3,4% desestacionalizado con respecto a febrero. En febrero la construcción había caído 2,7% y la industria 1,3%, tras el rebote de ambos indicadores en el mes de enero. Hay que tener en cuenta que estos indicadores muchas veces sirven para anticipar la variación del EMAE.

4. Licitaciones de mayo: Este mes el Tesoro deberá enfrentar vencimientos por un total de alrededor de \$1,1 BB correspondientes a la Lede mayo (S31Y3) y la Lecer mayo (X19Y3). En este contexto el gobierno comunicó esta semana a través de una resolución la creación de la figura de “creadores de mercado líderes” brindándole la posibilidad a los principales tres intermediarios de deuda soberana de participar por un monto reservado para ellos en las segundas vueltas de las licitaciones. La resolución expresa que en las segundas vueltas se licitará hasta el 30% de los adjudicado en las primeras vueltas y que a su vez la mitad de ese monto será exclusivo para los creadores de mercados líderes (bancos, FCIs y compañías de seguros). De esta forma el Tesoro busca asegurarse el rolleo de la deuda en pesos logrando captar mayor cantidad de fondos de los Markets Makers. Si bien creemos que el Tesoro no tendrá problemas en obtener los fondos para financiar estos vencimientos, de la misma forma en que vino ocurriendo en las licitaciones anteriores muy probablemente el financiamiento neto se encuentre por debajo del requerido para cubrir el déficit fiscal.

DÓLAR

La normativa de CNV regulando la operatoria de dólar MEP y CCL por parte las AlyCs, sumada a la continua intervención en los dólares financieros calmaron el mercado cambiario, el cual no presentó grandes disrupciones en el transcurso de la semana: el CCL calculado a través de acciones locales vs. ADRs se mantuvo estable en \$450, presentando una caída de \$2 con respecto al cierre de la semana pasada. Como respuesta a la estabilidad, el BCRA desaceleró el ritmo de devaluación, el cual se posicionó en 6,67% TEM utilizando el promedio de las últimas 5 ruedas, una caída sustancial en comparación con los valores cercanos a 9% alcanzados pocos días atrás. Dados estos valores, la brecha cambiaria se ubicó en 96%, un nivel acorde con lo observado a lo largo del año que de todas formas no refleja el deterioro de la situación macroeconómica, con el BCRA enfrentándose a pérdidas constantes de reservas, dificultades para reponer dichas pérdidas, y un crecimiento sostenido de sus pasivos.

Al tomar como referencia el valor de CCL como resultado de la operatoria de acciones argentinas vs. ADR mencionado anteriormente y compararlo con nuestro benchmark CCL, el cual alcanzó un nivel de \$540, el desvío se encuentra en 20,27%, presentando un aumento mayor al 5% con respecto a la semana anterior. Dada la estabilidad de los dólares financieros en los últimos días, la presión sobre la diferencia entre el benchmark y CCL se puede interpretar como un indicador del deterioro de la hoja de balance del central, ya que el ensanchamiento de la brecha entre los dos se explica en su totalidad por un aumento del primero, resultado del crecimiento de los pasivos tanto monetarios como remunerados y una caída en las reservas con respecto al balance semanal previo. A pesar de no tratarse de variaciones de gran magnitud - en comparación con semanas anteriores - impulsaron en conjunto al benchmark a su valor actual.

Balance Sintético del BCRA

	31/12/2021	31/12/2022	31/1/2023	28/2/2023	31/3/2023	30/4/2023	7/5/2023
1. Reservas - USD MM	39.662	41.298	41.417	38.709	39.060	35.001	34.008
2. Bonos - USD MM	7.924	6.720	9.116	8.395	7.534	6.517	6.662
3. Reservas con bonos - USD MM	47.586	48.019	50.533	47.104	46.594	41.519	40.670
4. Pasivos Monetarios - \$ miles	4.895.545	7.340.547	7.721.215	7.769.439	7.901.613	7.863.242	8.034.177
5. Pasivos Remunerados - \$ miles	5.044.615	10.483.446	10.944.518	11.643.740	12.206.886	13.777.371	13.935.082
6 Benchmark del CCL ((4+5)/3)	209	371	369	412	432	521	540
7. CCL	203	344	365	367	406	443	452

Fuente: IEB en base a BCRA y Reuters.

Observando la estabilidad de los dólares financieros desde conocida la resolución de la CNV restringiendo la operatoria de MEP y CCL por parte de AlyCs, pareciera que el gobierno obtuvo los

resultados esperados, logrando una intervención más efectiva y reduciendo la demanda de los FX financieros, aunque ya no sean representativos de la demanda real.

A pesar de la serenidad en el frente cambiario, los desequilibrios en el balance del BCRA oscurecen el panorama, presionando aún más sobre el tipo de cambio y obligando a restringir más firmemente el acceso a dólares en busca de minimizar la salida de reservas.

Parte de la situación que atraviesa la autoridad monetaria puede ser atribuida al desempeño del “Dólar Agro”, que continúa sin mover la aguja en términos de ingreso de dólares - sólo se incorporó un 6% de lo liquidado en la última semana, y en semanas anteriores acabó con saldo vendedor - y empuja la expansión de la base monetaria por la brecha entre el tipo de cambio mayorista y el ofrecido a los exportadores.

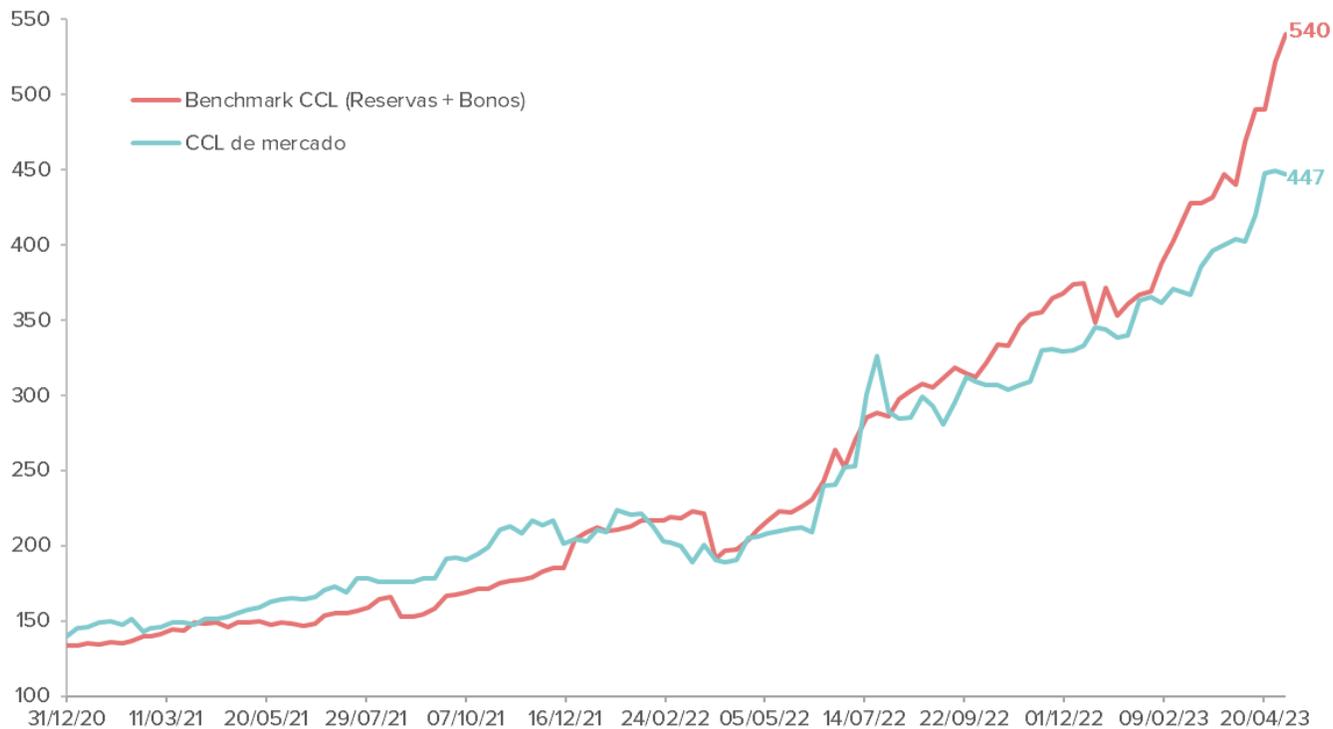
Otra cuestión a tener en cuenta, es el dato de inflación de abril que se revelará mañana, el cual se espera se encuentre en línea con el del mes previo y podría presionar a una suba de tasas que agrave la situación de los pasivos remunerados.

La otra cara de la moneda es la renegociación con el FMI, la cual se encuentra en desarrollo y se estima según el cronograma del acuerdo podría completarse en junio. Dicha renegociación podría incluir un adelanto de los desembolsos previstos para el resto del año - alrededor de USD 10.000 MM, aliviando la presión sobre las reservas y dando mayores posibilidades al gobierno de evitar un salto discreto del tipo de cambio, especialmente alrededor del período electoral, aunque podría exigir algunas correcciones en materia cambiaria y el establecimiento de nuevas metas fiscales, que tomando los resultados de casos anteriores probablemente no sean respetadas. Sin embargo, sólo representaría una solución a corto plazo, ya que tarde o temprano esos dólares deberán salir de las reservas y volver al FMI.

Mirando hacia delante creemos que sobran razones para esperar una reanudación en la escalada de los dólares, teniendo en cuenta que la calma observada durante la última semana no se ha dado como respuesta a una estabilización en el contexto macroeconómico ni a una mejora en el balance del BCRA.

Los desequilibrios se mantienen y conforme avanza el año se encaminan a agravarse, con emisión que no presenta signos de desaceleración, el BCRA prácticamente sin dólares, y sus posibilidades de respuesta frente a golpes sorpresivos en los tipos de cambio desvaneciéndose.

CCL y Benchmark del CCL



Fuente: IEB en base a BCRA

BONOS SOBERANOS

Los bonos soberanos argentinos mostraron esta semana un signo de recuperación después del fuerte derrumbe de paridades que experimentaron en abril, donde cayeron en torno al 11%. Mientras que el índice de bonos emergentes se mantuvo estable en torno a los USD 85, los bonos argentinos comenzaron el mes de mayo mostrando una suba de 6,8% en promedio, con un mejor desempeño de los globales frente a los Bonares. Los primeros mostraron variaciones positivas de alrededor de 8,27% en lo que va del mes, a diferencia de los bonos con ley local que tuvieron subas cercanas al 5%. Los bonos argentinos presentaron así cierta recuperación despegándose momentáneamente del resto de los emergentes que se mantienen relativamente estables.

Luego de conocerse el dato de inflación de Estados Unidos para abril, que registró una variación en los últimos doce meses de 4,9%, mostrando una desaceleración de 0,1% y alcanzando así el nivel más bajo desde 2021, los bonos emergentes operaron al alza con una suba de 0,8% mientras que los bonos argentinos también mostraron subas de alrededor de 2%.

EMB vs. Globales (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.

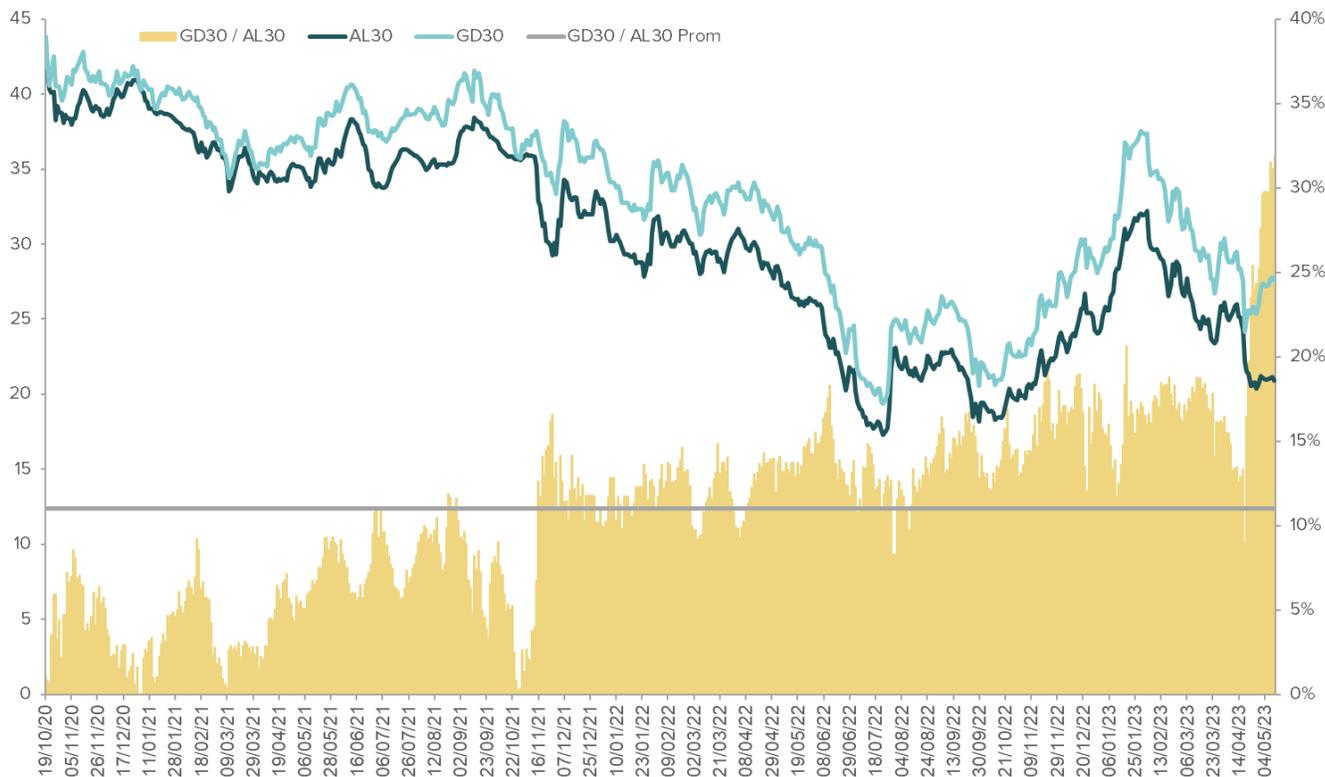
Por el lado de los factores locales, continúa la intervención en el mercado de bonos por parte de los organismos públicos, que siguen demandando las especies C y D de los bonos, particularmente los AL30 y GD30, para luego venderlos contra pesos. Si bien este tipo de intervención resulta menos perjudicial para las paridades de los títulos tiene como contrapartida la salida de reservas por parte del BCRA.

Otro factor preponderante en la evolución de los títulos soberanos es el frente cambiario que continúa deteriorándose. El BCRA no logra acumular divisas como consecuencia de las magras liquidaciones por parte del sector agroexportador mientras que las reservas netas ya son negativas en torno a los USD 1.000 MM. Esto jugará un rol determinante de aquí en adelante en relación a la capacidad que puede tener la autoridad monetaria para intervenir en el mercado cambiario en un año electoral donde los inversores tradicionalmente dolarizan sus carteras frente a la creciente incertidumbre que se desprende del proceso electoral. Recordemos que este año el Tesoro necesita solo USD 980 MM para hacer frente a pagos de cupones, que si bien no vemos riesgos de incumplimiento, es una necesidad de divisas adicional que se añade a este contexto complejo.

Por otra parte, las continuas intervenciones de los organismos públicos sumado a los cambios de normativas, han generado que el spreads entre el mismo bono pero con diferente jurisdicción se incremente notablemente. Particularmente el AL30 muestra un spread récord con respecto a su par ley

NY de casi 30%, cuando históricamente antes del comienzo de las intervenciones, el spread se encontraba en niveles de 10%. Si bien creemos que esto en parte se debe a una mayor percepción de riesgo, es evidente que gran parte se explica por la mayor intervención del sector público y que una vez que esto se normalice, comenzará un proceso de reversión hacia los promedio históricos.

Spread de Jurisdicción



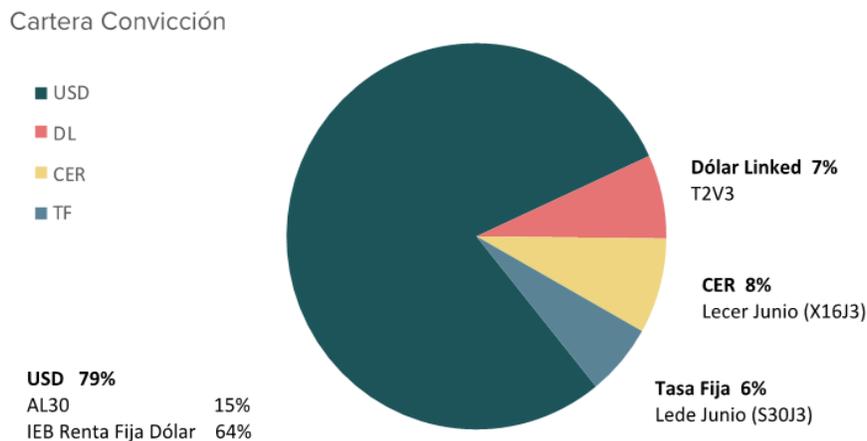
Fuente: IEB en base a Refinitiv.

Si bien actualmente los fundamentals para la deuda soberana son malos, creemos que en un escenario más constructivos una vez pasada la tormenta hasta el próximo gobierno el AL30 es un título con un gran potencial a mediano plazo. Tal vez pueden existir mejores puntos de entrada en el futuro si las condiciones macro se siguen deteriorando, pero en paridades actualmente de 21%, muy por debajo de los valores de recupero históricos, creemos que es un buen momento para acumular tenencias de este bono.

CARTERA RENTA FIJA

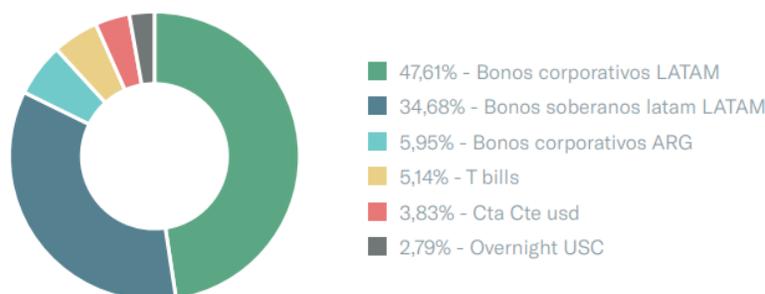
Ante los desequilibrios macroeconómicos que venimos observando en las últimas semanas y la incertidumbre que esto genera, consideramos conveniente mantener nuestra cartera mayormente dolarizada. No obstante, la estabilidad momentánea en los FX financieros - producto de la intervención

llevada a cabo por el gobierno - nos brinda la oportunidad de hacer carry trade en el corto plazo, por lo que, decidimos reducir en un 5% nuestra exposición a activos en dólares. Ante esta variación, nuestra cartera queda compuesta por un 79% de activos en dólares y 21% de activos en pesos.



Para los activos en dólares, mantenemos nuestra posición en el Fondo IEB Renta Fija Dólar en un 64%, con el fin de atenuar la volatilidad generada por el contexto local, ya que, nos brinda la posibilidad de diversificar en instrumentos de renta fija con mayor calidad crediticia de LATAM y Estados Unidos. Por otro lado, conservamos un 15% de AL30 reforzando nuestra visión de que los actuales precios de USD 21 siguen siendo un punto de entrada cautivador, más aún considerando que en las últimas semanas se mantuvo en estos valores a pesar de las intervenciones que llevó adelante el estado, por lo que, podría haber encontrado un “piso”.

▶ PRINCIPALES TENENCIAS POR SECTOR



En cuanto a los activos en pesos, conservamos nuestra preferencia por instrumentos de corta duración, aumentando nuestra exposición a activos que ajustan por CER en un 2% a través de la Lecer Junio (X16J3), con el fin de capturar los movimientos en el precio frente a las expectativas del dato de inflación que se dará a conocer el día de mañana. Por otra parte, dada la relativa calma en el tipo de cambio,

disminuimos nuestra posición en activos Dólar Linked (T2V3) en un 3% con el fin de capturar oportunidades en la curva pesos. En línea con esto, incorporamos a nuestra cartera un 10% de la Lede Junio (S30J3), la cual presenta cierto desarbitraje con respecto al resto de activos a tasa fija, así como también, un menor riesgo si tenemos en cuenta los vencimientos de deuda que deberá afrontar el gobierno en el mes de julio.

La cartera definida previamente presentó un resultado positivo de 1,68% en pesos, favorecida en mayor medida por el rendimiento de los activos en dólares. Sin embargo, en el mismo periodo el CCL varió positivamente en 2,56%, por lo que, si medimos la cartera en dólares, la misma tuvo un rendimiento negativo de -0,86.

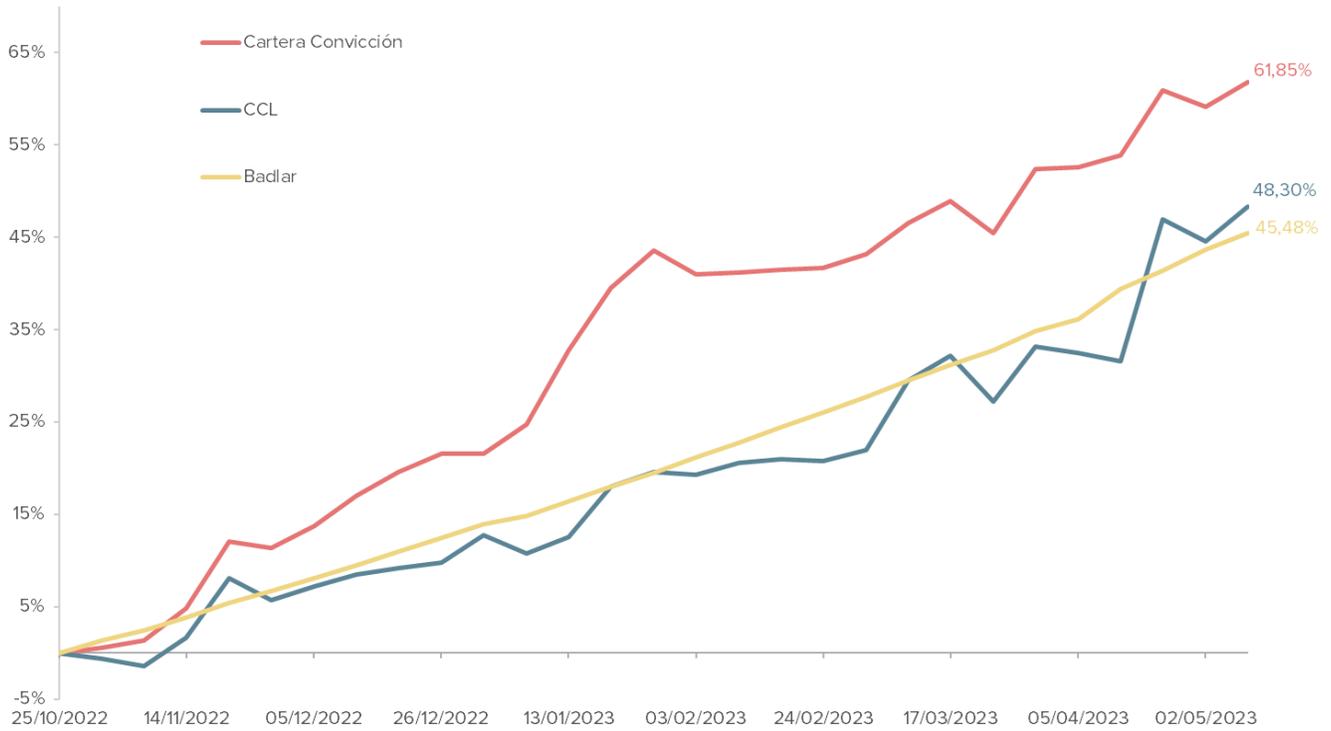
Cartera Convicción	Moneda	%	% Instrumento	Rdto	Precio 28-Abr	Precio 05-May	Rdo x Moneda	Rdo Total
	USD	84%	16,0% AL30 68,0% IEB Renta Fija Dólar	0,77% 1,98%	9.001 0,982	9.070 0,997	1,47%	
ARS	16%	6,0% Lecer X16J3 10,0% T2V3	1,75% 1,04%	162,16 22.970	165,00 23.210	0,21%		

Como se puede anticipar, los activos en dólares fueron los destacados de esta semana con un rendimiento de 1,47%, impulsado principalmente por el Fondo IEB Renta Fija Dólar que marcó una suba del 1,98%. No obstante, los activos en pesos también tuvieron rendimientos positivos, mostrando una mejor performance la Lecer Junio (X16J3) con un rendimiento del 1,98%, mientras que el T2V3 subió un 1,04%.

Retornos Mensuales							
	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23
Cartera	11,31%	9,19%	18,13%	-1,29%	7,53%	4,45%	1,68%
Badlar	6,65%	5,45%	6,28%	5,47%	6,95%	6,55%	1,26%
CCL	5,70%	3,88%	8,96%	0,94%	10,27%	8,59%	2,56%

Finalmente, el retorno de la cartera en términos mensuales se mantuvo positivo durante la primera semana del mes, acumulando un rendimiento de 61,85%, es decir, un 16,37% por encima de la utilidad que generó el CCL durante el mismo periodo y 13,55% por encima de lo que rindió la tasa Badlar.

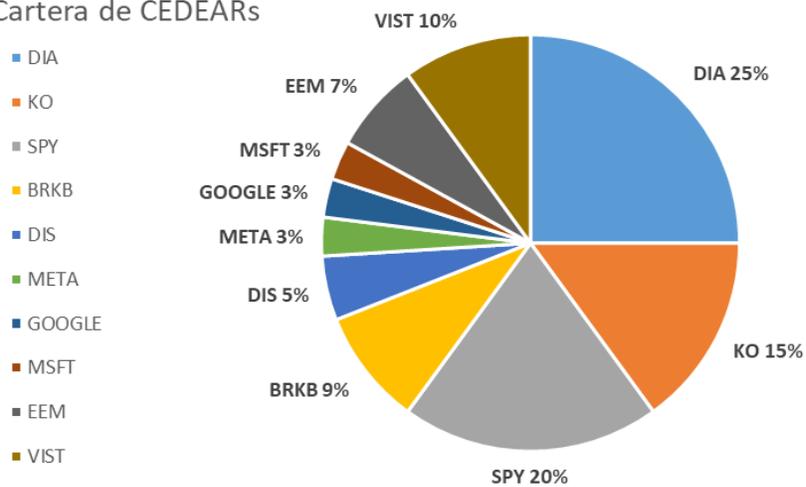
Rendimiento de la cartera



CARTERA DE CEDEARs

Nuestra cartera de CEDEARs es, en este momento, predominantemente defensiva dada la evolución que venimos viendo de los subyacentes (acciones e índices del mercado de EE.UU.).

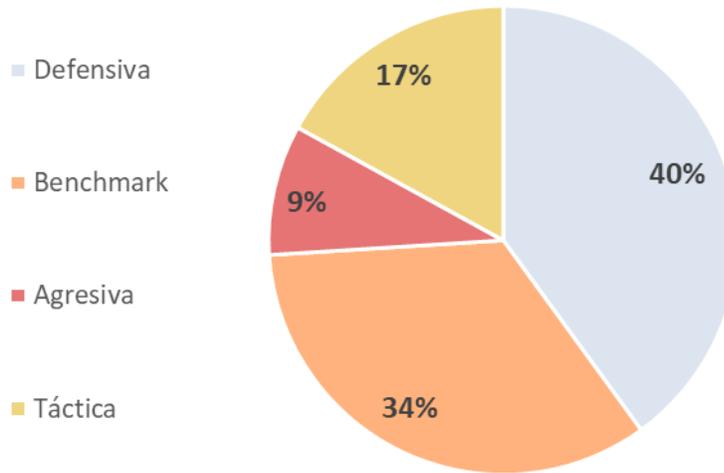
Cartera de CEDEARs



Al momento de la rotación, a principios de este año, veíamos un S&P 500 lateralizando y, en ese escenario la decisión fue conformar una cartera altamente defensiva para poder luego tener espacio para incluir algunos “top picks” que nos resultaban atractivos:

- ★ GOOGL y MSFT por su exposición a AI (Inteligencia Artificial) que comenzó a tener relevancia por la posición de MSFT en chatGPT (openAI) y de GOOGL con su propio modelo Bard.
- ★ META puesto que veíamos una valuación sumamente atractiva y notamos que el management había tomado noticia de la necesidad de controlar los gastos en proyectos cuya monetización no se veía realizable en el mediano plazo (metaverso).
- ★ Luego en la parte “táctica” incluimos Vista Energy y algo de exposición al ETF del mercado emergentes. En el caso de VIST es una acción que nos resulta sumamente atractiva, que consideramos tiene todavía un gran potencial de crecimiento. La inclusión del EEM, por su parte, se debió a que dado el esperado ralentizamiento en la suba de de la tasa de interés por parte de la FED y considerando que las mismas ya pueden estar de máximos, y un contexto de un dólar que comenzaba a hacerse menos fuerte luego de tocar máximos en octubre, podría abrirse una oportunidad de recupero para dichos mercados. Habrá que observar de cerca la situación del techo de deuda en EE.UU. que podría redundar en un retorno a un sendero alcista del DXY (el índice dólar)
- ★ Por otro lado, acciones como Coca-Cola (KO), y el ETF del índice Dow Jones (DIA) nos proporcionaban una buena base defensiva.
- ★ Berkshire Hathaway (BRKB) nos cubría tres flancos que considerábamos importantes: sumar más posición defensiva (a través de su tenencia en KO), sumar exposición a Apple (AAPL) y al sector petróleo.
- ★ Finalmente como “benchmark” decidimos incluir una buena exposición al ETF del S&P 500 (SPY) y a acciones de Disney (DIS), en este caso consideramos que el retorno del mítico Iger logrará poner en forma a la compañía. Si bien en la presentación de resultados de esta semana, la acción tuvo una performance muy mala, explicada básicamente por su servicio de streaming (la competencia con NFLX, AMZN, AAPL y HBO se ha puesto difícil) consideramos que el management actual tiene el expertise suficiente para encarrilar dicho segmento.

Cartera por Estrategia



La estrategia probó ser la correcta puesto que nuestra cartera ha tenido una performance muy superior a nuestro “benchmark” el S&P 500 (más precisamente el SPY), superando con creces el rendimiento que presentó dicho índice e incluso índices más defensivos como el Dow Jones (DIA) y más agresivos como el Nasdaq (medido por su ETF, QQQ)

Performance de la cartera CEDEARs vs Benchmark (SPY)



Fuente: IEB en base a BymaData y Refinitiv

Vamos a iniciar un proceso de revisión de la cartera, en su asignación (sobre todo en la parte táctica) pero consideramos que hacia adelante la estrategia de mantener una cartera defensiva es la más apropiada. Nuestra lectura técnica del S&P 500 es de una lateralización que continúe en la medida en la que el fantasma de la recesión parece ir corriéndose trimestre a trimestre.



ACCIONES ARGENTINAS

Esta semana entramos de lleno en la temporada de presentación de balances. El reporte realizado por las compañías, en general, se encuadra dentro de lo que estábamos esperando. Aquellas compañías con altos niveles de regulación (TGS y TRAN) vieron afectadas sus ventas por el timing en la otorgación de incrementos en sus tarifas: para TRAN que recibió un incremento sustancial a principios de este año, el incremento en términos reales de sus ventas fue notorio: un 75,5% lo mismo que su resultado neto, que tuvo un crecimiento impresionante. TGS y seguramente cuando toque el turno de TGN recibieron sus incrementos a principios del año pasado con lo cual las ventas en términos reales de sus segmentos regulados (aproximadamente un 25% en el caso de TGS y mayoritario en el caso de TGN) sufrieron un fuerte impacto. Adicionalmente, en el caso de TGS su segmento no regulado: líquidos experimentó una

normalización en los precios internacionales lo que llevó a que la comparación contra el 1T22 resultara en una caída.

Los resultados de Telecom Argentina no escapan de la dinámica inflacionaria. Si bien TECO tiene mucha más libertad a la hora de realizar incrementos en sus tarifas, el límite se lo termina colocando el mercado. En una economía con un salario real particularmente bajo, incrementos a la par de la inflación llevarían a una pérdida de suscriptores. TECO viene realizando aumentos trimestrales pero consciente de ese escenario estos terminan redundando en caídas (en términos reales) en las ventas de todos sus segmentos. La excelencia del management ha sabido contrarrestar estos efectos, con un fuerte trabajo de reducción de costos y una adecuación del Capex a niveles que permitan mantener la calidad de servicio, realizar mejoras pero reduciéndolo a un 16% sobre las ventas (por debajo de niveles históricos que fluctúan entre el 20% y 24%). Aún en este contexto, la compañía logra mantener un margen de EBITDA superior al 30% y realizar pago de dividendos en especie que redundan en un Dividend Yield de aproximadamente un 4,8%.

Pampa Energía nuevamente sorprendió con un resultado impactante. Sus ventas crecieron en términos reales casi un 90% en el trimestre (comparado con el 1T22), lo mismo que su resultado operativo y su ganancia por acción \$16,51 frente a \$7,46 en el 1T22. Pampa es una acción que nos gusta mucho y que representa de las ponderaciones más altas en nuestra cartera.

Para lo que resta de la semana tendremos los resultados de BYMA e YPF y luego la que viene casi todo el sector financiero.

GRUPO IEB

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre IEB (1414) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://invertirenbolsa.com.ar>

RESEARCH

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista Jr.

gproruk@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista Jr.

fherrera@grupoieb.com.ar

COMERCIAL

MARTÍN RICCIARDI

Director Comercial

mricciardi@grupoieb.com.ar

SANTIAGO CASTRO RIVAS

Coordinación Comercial

scastrorivas@grupoieb.com.ar

TRADING DESK

NICOLÁS CAPPELLA

Sales Trader

ncappella@grupoieb.com.ar

FEDERICO BROGGI

Sales Trader

fbroggi@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.