

#Equity

20 de septiembre 2023

Cartera de Equity

Performance y Rebalanceo: Cobertura para tiempos turbulentos

1. Performance y Attribution Analysis

Nuestra estrategia de sobreponderar los sectores energético y materiales fue acertada. Si bien el sector financiero (bancos) experimentó un rally desde el último rebalanceo, nuestro objetivo de morigerar el riesgo de la cartera subponderando dicho sector resultó en un retorno similar al del S&P Merval pero con un nivel de riesgo menor. Así, desde el inicio de nuestra cartera la misma lleva una ventaja de 8663 bps por sobre nuestro benchmark (medida en ARS)

Rendimiento Cartera de Equity Argentino vs. Merval



| 2022 | | | | | | | | | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|---------|-------|--------|--------|-----------------|
| | Ene | Feb | Mar | Abr | May | Jun | Jul | Ago | Sep | Oct | Nov | Dic | Rto. Anualizado |
| Cartera | - | - | - | - | - | - | - | 2.97% | 1.06% | 7.32% | 39.94% | 22.84% | 388.88% |
| S&P Merval | - | - | - | - | - | - | - | 6.94% | 2.11% | 7.78% | 12.40% | 19.91% | 285.98% |
| 2023 | | | | | | | | | | | | | |
| | Ene | Feb | Mar | Abr | May | Jun | Jul | Ago | Sep | Oct | Nov | Dic | Rto. Anualizado |
| Cartera | 13.76% | -2.21% | -0.42% | 22.36% | 22.48% | 22.42% | 8.16% | 41.45% | -9.65% | - | - | - | 304.03% |
| S&P Merval | 25.47% | -2.40% | -0.70% | 21.26% | 14.81% | 24.61% | 7.24% | 42.98% | -11.77% | - | - | - | 312.70% |

Desde la última rotación realizada la performance de la cartera estuvo en línea con el S&P Merval -nuestro benchmark. Fue determinante para ello nuestra baja ponderación del sector bancario que fue uno de los sectores que evidenció mayores subas. **Creemos que la estrategia, dada la vulnerabilidad y el alto riesgo que presenta dicho sector fue correcta: menor riesgo, mismo retorno.**

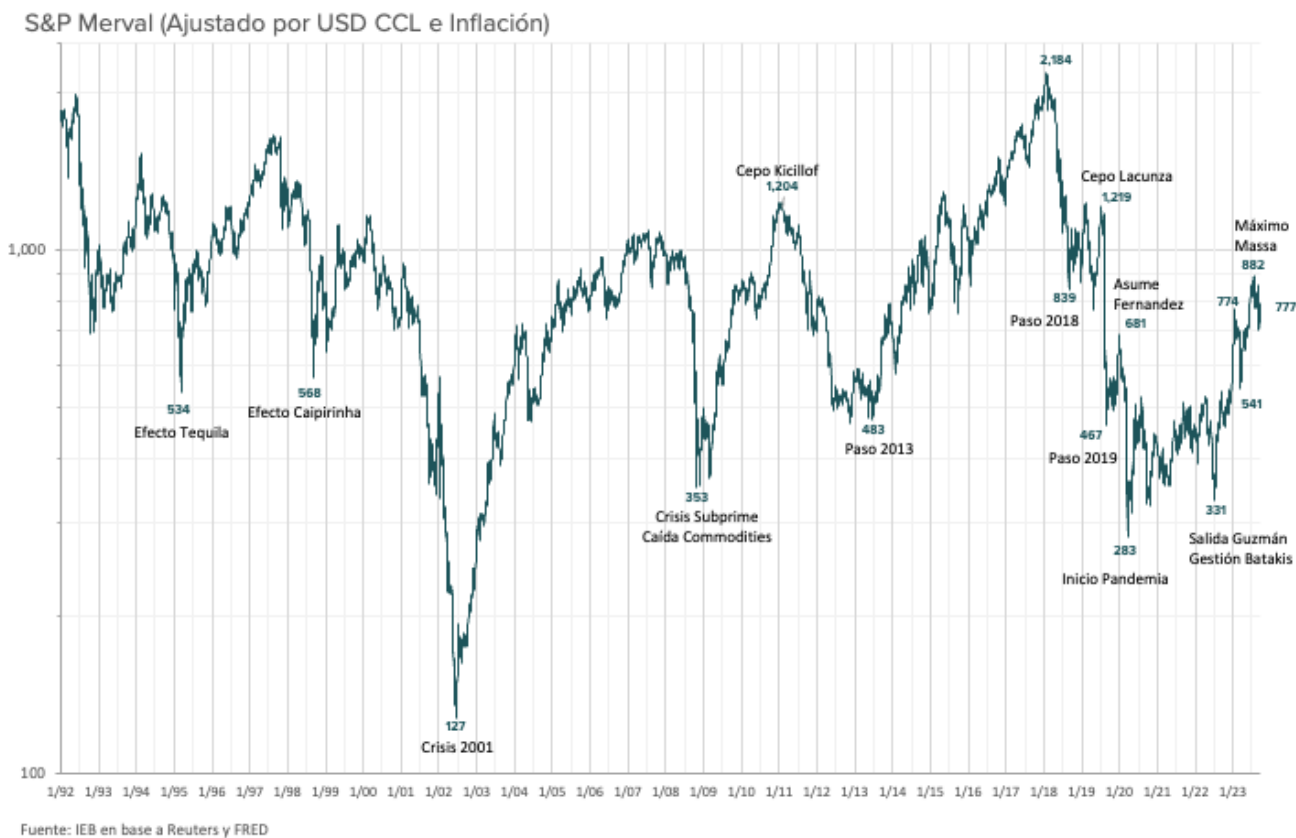
Luego del sector bancario, se destacan en performance Aluar, Vista Oil & Gas, Pampa Energía e YPF. Por otra parte han resultado en rendimientos pobres TGN, BYMA, TGS y Telecom Argentina.

| Ticker | Cartera | 5/4/23 | 9/19/23 | Variación | Attribution |
|------------|---------|---------|----------|-----------|-------------|
| VIST | 15% | 8564.50 | 20087.50 | 134.54% | 20.18% |
| YPFD | 14% | 4768.75 | 9578.10 | 100.85% | 14.12% |
| PAMP | 13% | 588.35 | 1229.40 | 108.96% | 14.16% |
| TGSU2 | 7% | 971.20 | 1754.40 | 80.64% | 5.64% |
| TGNO4 | 4% | 521.00 | 799.00 | 53.36% | 2.13% |
| TRAN | 4% | 244.00 | 440.00 | 80.33% | 3.21% |
| CEPU | 3% | 257.95 | 471.10 | 82.63% | 2.48% |
| TXAR | 9% | 323.00 | 630.00 | 95.05% | 8.55% |
| ALUA | 8% | 271.50 | 640.00 | 135.73% | 10.86% |
| BYMA | 8% | 324.50 | 534.00 | 64.56% | 5.16% |
| TECO2 | 5% | 438.99 | 796.75 | 81.50% | 4.07% |
| GGAL | 6% | 452.90 | 1166.55 | 157.57% | 9.45% |
| BMA | 4% | 760.00 | 1695.10 | 123.04% | 4.92% |
| | 100% | | | | 104.96% |
| S&P Merval | | | | | 104.67% |

2. Marco de análisis

Consideramos que es un buen momento para realizar un rebalanceo de la cartera. Las empresas argentinas se enfrentan a un período que vendrá signado por alta incertidumbre y desafíos. Por un lado se encuentra el escenario macroeconómico que dificulta especialmente el crecimiento en las ventas y ganancias y su consecuente impacto en los márgenes. En este contexto se hace difícil pensar en proyectos de inversión que impacten positivamente en las valuaciones de las empresas. Por otro lado, el ruido político característico de un proceso electoral añade incertidumbre dado que los programas económicos propuestos auguran un difícil camino hacia una normalización de la macroeconomía.

Vale la pena analizar la evolución y valuación del índice S&P Merval antes de meternos de lleno en el rebalanceo de la cartera y su fundamentación.



Después de tocar el máximo de toda la gestión actual, el S&P Merval atravesó cuatro etapas diferentes:

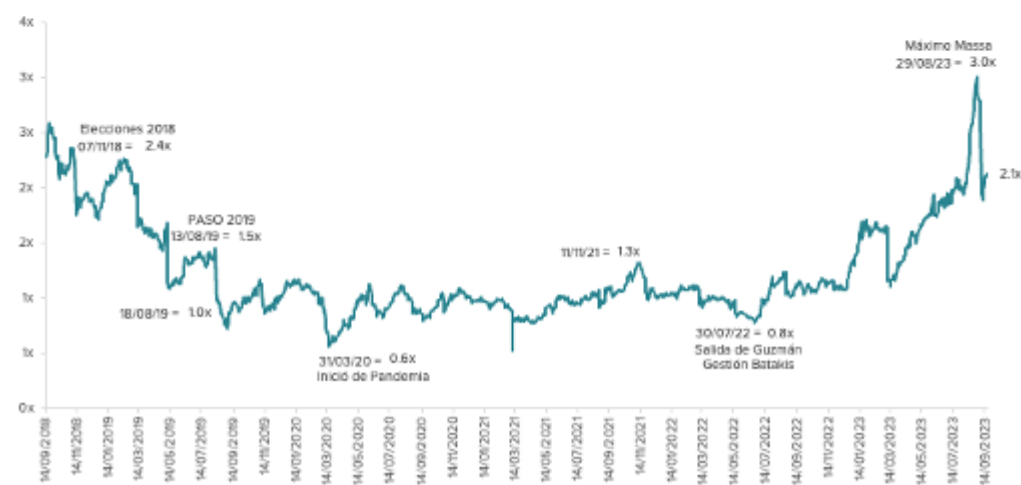
- Una devaluación del 22% post PASO que, como analizamos en el informe sobre el comportamiento del mercado de equity argentino frente a devaluaciones anteriores, resultó en un S&P Merval muy defensivo frente a la misma. En pocos días recuperó en USD CCL lo que había perdido por dicha devaluación.
- Una “fiebre de cobertura”; luego de la devaluación, el mercado no compró inicialmente la promesa de la autoridad monetaria de mantener el tipo de cambio oficial a \$350 hasta octubre. Los futuros de USD y los instrumentos de renta fija DL fueron altamente demandados. El equity no fue la excepción y se buscó cobertura en ellos. En dicho momento, nos preguntábamos hasta qué punto los inversores iban a convalidar valuaciones que llevaron al índice a un P/E de 33x y un P/BV de 3x. Bastó un catalizador que vino de la mano de un mal humor global para el equity para que el mercado entrara en un la siguiente etapa.

- c. Un sell-off de nueve ruedas consecutivas en las que el índice se contrajo casi 15% en USD CCL, llevándolo a niveles de valuación más acorde con el contexto macro y los fundamentals de las compañías: El P/E comprimió de 33x a 16x y el P/BV de 3x a 1,5x
- d. Un lento recupero con ruedas positivas y negativas que mantienen al índice en niveles de USD 750 - USD 800.

S&P Merval Price Earning Ratio (Trailing)



S&P Merval Price to Book Ratio

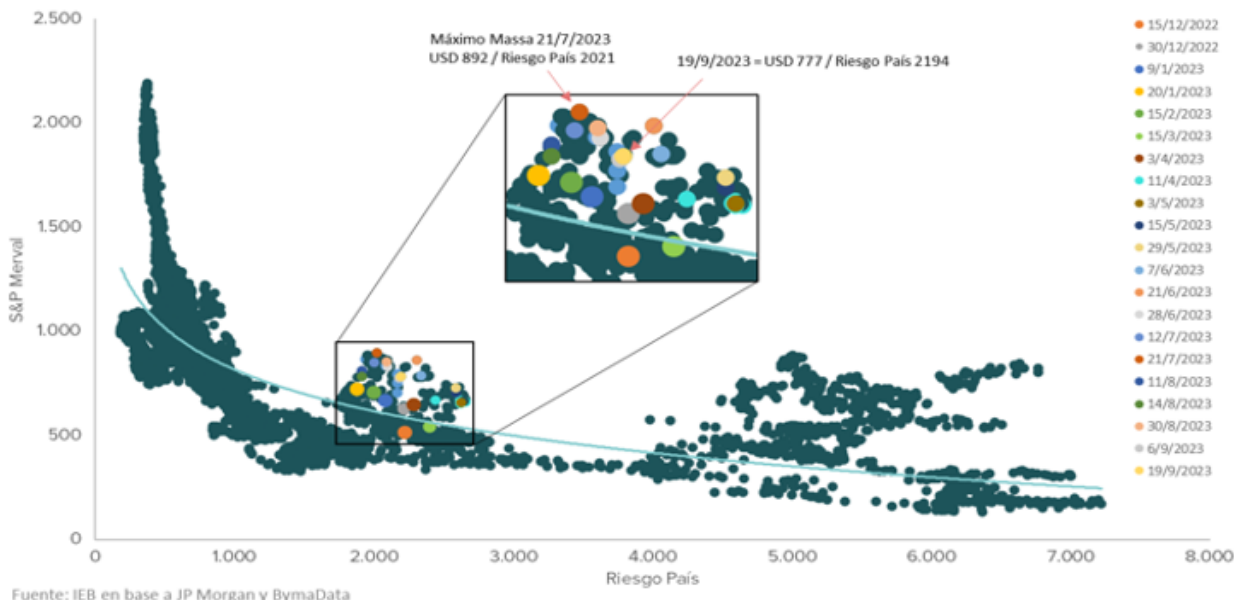


Fuente: IEB en base a Bloomberg.

Cuando analizamos el comportamiento del índice frente a los niveles históricos de riesgo país podemos sacar algunas conclusiones:

La primera es que una sobrevaluación del 20% por sobre los niveles históricos de riesgo país parece ser un piso: **los inversores claramente prefieren estar posicionados en riesgo privado a riesgo soberano**. Esto se da no solo en el mercado de equity; lo mismo ocurre en los instrumentos de renta fija que muestran valuaciones de corporativos con paridades muy superiores a las de instrumentos soberanos.

Correlacion S&P Merval vs Riesgo País



La segunda es que el techo a lo que está dispuesto a pagar el mercado por el equity argentino parecería ubicarse en un nivel de sobrevaluación del 50%. Hoy, el mercado se encuentra dentro de las bandas entre las que venía cotizando 30% a 50%, ubicándose en un valor cercano al 40%.

Desvío S&P Merval contra Correlación



¿Qué podríamos esperar hacia adelante? Es difícil ver un rally del S&P Merval que lo lleve a niveles superiores al alcanzado en la gestión Fernandez: USD 892. La razón es que hoy el mercado ha descartado el llamado “trade electoral” pues ha tomado nota de que para que las compañías argentinas

vuelvan a tener fundamentals sólidos hay un largo camino a recorrer y, además para ello debe “comprarse” la idea de una “Argentina 2025 normalizada”; algo que aún no sólo queda lejos sino que no está claro aún.

Por tanto vemos un mercado que muy probablemente se encontrará lateralizando en niveles de USD 700 a USD 850 puntos. Queda claro por las experiencias pasadas que con el nivel de encepamiento que tiene la economía argentina las acciones son -más que nunca- una cobertura demandada por los inversores (particulares y grandes tesorerías). Esto le pone un piso al S&P Merval: en el anterior sell-off no se llegó a perforar los USD 700 puntos (20% de sobrevaluación por sobre los niveles de riesgo país).

La variable que queda a monitorear es el comportamiento de los bonos soberanos. Una caída de estos provocaría -sin dudas- un repricing de todo el mercado convalidando valores potencialmente menores a los USD 700. Este escenario si bien no es nulo se ve limitado por dos factores: la deuda soberana se encuentra en niveles de paridad que son casi valores de recupero de una posible reestructuración. Por otra parte, se trata de deuda que se encuentra “performing” y que para mantenerla en dicho estado en 2024 sólo implicaría desembolsos de USD 4.500 MM. Queda claro, no obstante, que 2025 ya luce más desafiante pues dicha cifra se eleva a USD 9.800 MM.



Es en este contexto en el que consideramos que la estrategia más adecuada es justamente seleccionar para la cartera aquellas acciones que cumplan con los siguientes criterios:

- 1. Puedan hacer un buen pass-through de inflación y/o devaluación**
- 2. Tengan drivers genuinos aún en este contexto macro complejo**
- 3. Comercialicen bienes que se encuentran ligados al tipo de cambio**
- 4. Destinen un interesante porcentaje de sus ventas al exterior**

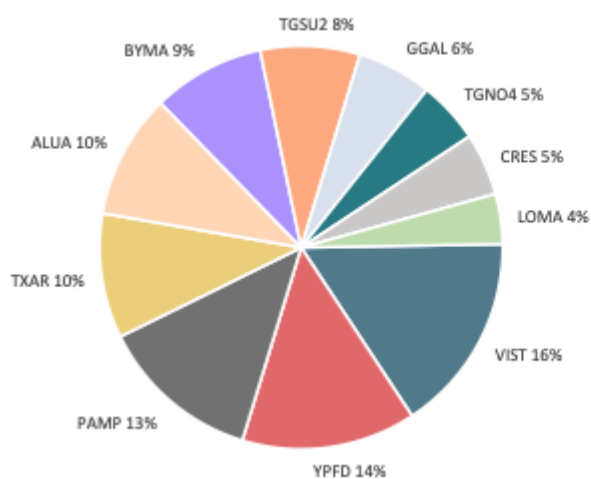
3. Rebalanceo

Creemos que los sectores que cumplen con dichos criterios son: oil & gas, materiales, agro, servicios financieros (no bancos). Traducido en empresas nuestra cartera quedaría conformada de la siguiente manera:

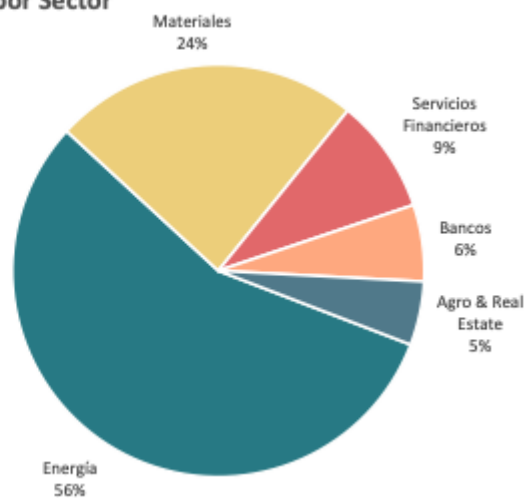
| | 30/07/2022 | 11/01/2022 | 01/05/2023 | 04/05/2023 | 20/09/2023 |
|-------|------------|------------|------------|------------|------------|
| VIST* | - | - | - | 15% | 16% |
| YPFD | - | 10% | 10% | 14% | 14% |
| PAMP | 25% | 25% | 30% | 13% | 13% |
| TXAR | 10% | 5% | 7% | 9% | 10% |
| BYMA | 12% | 5% | 10% | 8% | 9% |
| ALUA | 10% | 5% | - | 8% | 10% |
| TGSU2 | 20% | 20% | 14% | 7% | 8% |
| GGAL | - | - | 6% | 6% | 6% |
| TECO2 | 12% | 5% | 5% | 5% | - |
| TGNO4 | - | 7% | 5% | 4% | 5% |
| TRAN | 7% | 7% | 5% | 4% | - |
| CRES | - | - | - | - | 5% |
| BMA | - | - | 4% | 4% | - |
| CEPU | - | 7% | 4% | 3% | - |
| LOMA | - | - | - | - | 4% |
| CAPX | 4% | 4% | - | - | - |

* VIST formaba parte de la cartera de CEDEARs. Consideramos más apropiado sumarla a cartera local.

Cartera de Equity Argentino



Cartera por Sector



A continuación exponemos los fundamentos que consideramos relevantes a la hora de seleccionar las acciones. Así mismo, mencionamos los aspectos positivos y riesgos que observamos:

🔥 Sector Energético: Dentro del amplio sector energético nos gustan especialmente aquellas compañías focalizadas en Oil & Gas. Creemos que este sector es uno de los pocos que, aún en el actual contexto macro, presenta fundamentals sólidos para el crecimiento. El desarrollo de Vaca Muerta es, sin lugar a dudas un proyecto que cuenta con amplio consenso de todo el arco político; es clara la visión que se tiene para desarrollar dicho sector por la interesante oportunidad que presenta como ingreso de divisas. **La clave para el desarrollo del sector es el acceso al financiamiento:** para que el desarrollo

pleno de Vaca Muerta se produzca es necesaria una fuerte inversión en lo que hoy es el cuello de botella: **transporte**: tanto de gas como de crudo.

Se han dado pasos en ese sentido; la ampliación del oleoducto Oldeval, el nuevo gasoducto Nestor Kirchner, la reversión del gasoducto norte que permitirá abastecer de gas proveniente de Vaca Muerta al norte argentino (dependiente del gas de Bolivia; país que prácticamente ha agotado sus reservas) y la reactivación del Oleoducto Trasadino (OTASA). Así mismo se encuentran en estudio la construcción y/o ampliación de nuevas plantas de GNL que permitirán ampliar la capacidad exportadora.


!! Luego de la devaluación y tras el incremento del 12,5% en los combustibles, el gobierno impuso un congelamiento al precio de los mismos. Esto tuvo como consecuencia que las refinerías sufrieran un descalce entre el precio al que debían comprar el crudo y el precio al que podían vender el refinado. La solución del gobierno fue “consensuar” un tope al “barril criollo” de USD 56 USD hasta fines de octubre. A la luz de la evolución de los precios internacionales del petróleo -que hoy se ubican entorno a los USD 90- esto ha redundado en dos efectos: por un lado los jugadores que se concentran en la producción se ven afectados por las ventas al mercado local (que deben realizar a un spread casi 50% menor al de los precios internacionales), por otro lado ha llevado a que dichas empresas traten de maximizar la producción que pueden exportar (nuevamente aquí el cuello de botella es el transporte). **Creemos que esta situación es transitoria y solo empaña temporalmente al sector.**

Dentro de este sector creemos que destacan cuatro empresas:


- 1. Vista Oil & Gas (VIST):** Sin dudas la joya de Vaca Muerta, una compañía que presenta un play puro a la producción de shale oil en Vaca Muerta. Con un management de alto nivel, con un crecimiento en la producción y reducción en los costos de producción, márgenes de EBITDA cercanos al 65%, una situación financiera holgada y con un buen mix entre exportaciones y ventas al mercado local. **Una valuación muy atractiva dado el nivel de ventas, EBITDA y ganancias esperado creemos que es la mejor opción -casi un play perfecto- a Vaca Muerta.**
- 2. YPF (YPF):** La mayor petrolera del país y la que más presencia tiene en Vaca Muerta. Desde hace dos años viene mejorando ampliamente su eficiencia, su situación financiera y mejorando todos sus indicadores. **En el corto plazo se ha visto perjudicada por el fallo en EE.UU. sobre la expropiación de la misma.** El fallo cae sobre la República Argentina y no sobre la compañía; no obstante esto ha impactado negativamente en el precio de la acción puesto que en algún momento circularon rumores sobre soluciones creativas que volverían a involucrar a la empresa: en nuestra opinión esas soluciones son inviables. Es imposible pagar un fallo de USD 16.000 MM con una empresa que vale USD 4.700 MM y, en caso de intentar hacerlo el demandante Burford Capital no aceptaría el pago con acciones y, por otro lado, la tremenda dilución que debería hacerse desencadenaría un efecto domino de juicios de otros accionistas minoritarios.
- 3. Pampa Energía:** Una acción que nos gusta mucho por su buena combinación de play en Oil & Gas en Vaca Muerta, transporte de gas y producción de GNL (por la participación que tiene en TGS), generación eléctrica -hoy PE posee cerca del 13% de la capacidad instalada de generación de Argentina, y su exposición al transporte de energía vía Transener (TRAN). Una empresa con


un sólido management, una excelente posición financiera y un interesante portafolio de proyectos.

4. **TGS (TGSU2):** Dentro de lo que es el transporte de gas, TGS destaca porque el negocio regulado -sujeto a incrementos tarifarios discrecionales hasta que no se lleve a cabo la postergada Revisión Tarifaria Integral (RTI)- representa sólo un 25% de sus ingresos. El resto proviene de su negocio de producción y venta de líquidos y “midstream”: TGS ha construido una red de gasoductos en Vaca Muerta para brindar servicios de transporte a las empresas que operan allí, junto con plantas de acondicionamiento. Así mismo ha sido seleccionada como la empresa que operará el nuevo gasoducto Néstor Kirchner.
5. **TGN (TGNO4):** A diferencia de TGS, el negocio de TGN se encuentra casi en su totalidad regulado. Nuestra selección se basa en dos fundamentos: la reversión del gasoducto al norte le permitirá beneficiarse de ello (sobre todo en períodos no invernales en los que incluso pueda llegar a exportar gas a países vecinos). Luego a partir de febrero de 2024 comenzará a cobrar los pagos que debe realizar YPF por el juicio que mantenían y al que llegaron a un acuerdo. Finalmente, la situación financiera de la empresa es excelente y si bien creemos que en el corto plazo quedará sujeta al retraso tarifario producto del congelamiento de tarifas, consideramos que su valuación es atractiva.

 **Materiales:** En este sector se destacan empresas que poseen un alto porcentaje de sus ventas atadas a precios internacionales como Ternium Argentina (TXAR), o exportan una buena proporción de sus ventas como Aluar (ALUA) o pueden realizar un buen pasaje a precios de la inflación como Loma Negra (LOMA).

1. **Ternium Argentina (TXAR):** Una empresa con una posición financiera envidiable: una liquidez enorme y cero deuda financiera; un management probado y excelente. Aquí lo que se presenta tal vez como mayor desafío es la valuación: se encuentra en valores cercanos a los de máximos de 2018; si bien esto puede ponerle un techo al upside que podría tener, creemos que en este mercado de cobertura en el que se mira más el piso es una excelente acción para tener en cartera y muy buscada por inversores.
2. **Aluminio Argentino (ALUA):** Con más del 70% de las ventas al exterior es el play más claro como cobertura ante una devaluación y/o aceleración en la inflación. Nos ocurre que, al igual que TXAR, su valuación se encuentra casi en niveles de máximos de 2018. Esto no nos sorprende puesto que ha venido siendo muy demandada por los inversores y, creemos que continuará siéndolo; sobre todo a medida que nos acerquemos a la fecha de elecciones en las que muy probablemente el mercado vuelva a buscar cobertura
3. **Loma Negra (LOMA):** Los despachos de cemento vienen corriendo a niveles récord a pesar de la caída que comienza a evidenciarse en la actividad. Al poder hacer un buen pass-through a precios es una compañía bastante defensiva para este contexto. El riesgo latente es que la caída en la construcción se acentúe y termine repercutiendo en los despachos de cemento y, por ende, en las ventas de la compañía.

 **Servicios Financieros:** En este sector incluimos una sola empresa -que nada tiene que ver con el sector bancario- **Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)**. ByMA nos parece un excelente vehículo defensivo frente a la inflación y/o devaluación: se trata de un mercado y custodia en el cual los instrumentos financieros ajustan por inflación o tipo de cambio y sobre los que la empresa cobra honorarios. Por otro lado, su fuerte posición de caja (USD 200 MM a CCL) invertidas en instrumentos de muy bajo riesgo le permiten captar las interesantes tasas de interés internacionales a la vez que brindar un componente defensivo muy alto (40% del market cap de la compañía es esa caja)

 **Agro & Real Estate:** Sin dudas uno de los sectores que mejor podrán capear un complejo escenario macro es el agro. Dejando atrás un 2022 signado por la sequía más intensa de los últimos 90 años; la campaña 23/24 promete una normalización en los rindes y en las toneladas producidas. Paradójicamente, en un país en el que el sector agropecuario tiene una importancia primordial en la economía, su representación entre las compañías listadas es muy baja: tan solo Cresud. **La elección de Cresud (CRES)** es justamente por su alta exposición al sector agropecuario, a pesar de que sus resultados quedan “contaminados” por tener el control (50,4%) de IRSA. Creemos que para IRSA este contexto será bastante desafiante, pero vemos con buen pronóstico el desempeño de Cresud. La acción se encuentra con una valuación atractiva -en parte por los malos resultados del período fiscal 2022 y en parte por su exposición a IRSA.

Finalmente alocamos un porcentaje mínimo al sector bancario; sector que pondera fuertemente en el S&P Merval. Nos inclinamos por el Grupo Financiero Galicia (GGAL) por su liquidez, y por el management de la compañía. No obstante, consideramos que es un sector altamente riesgoso: **creemos que cualquier plan de estabilización -con alguna posibilidad de éxito- que se pretenda implementar terminará afectando al sector bancario.** Hoy es un sector que cuenta con una exposición promedio de 40% de sus activos ya sea en riesgo Tesoro Nacional o BCRA y 60% de sus ingresos por intereses por títulos públicos.

INVERTIR EN BOLSA

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

Tel: (+54 11) 5353-5500 <https://invertirenbolso.com.ar>

IEB RESEARCH

IGNACIO SNIÉCHOWSKI

Head of Research - Equity

isniechowski@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista

gproruk@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista Jr.

fherrera@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.