

#Equity

5 de diciembre 2023

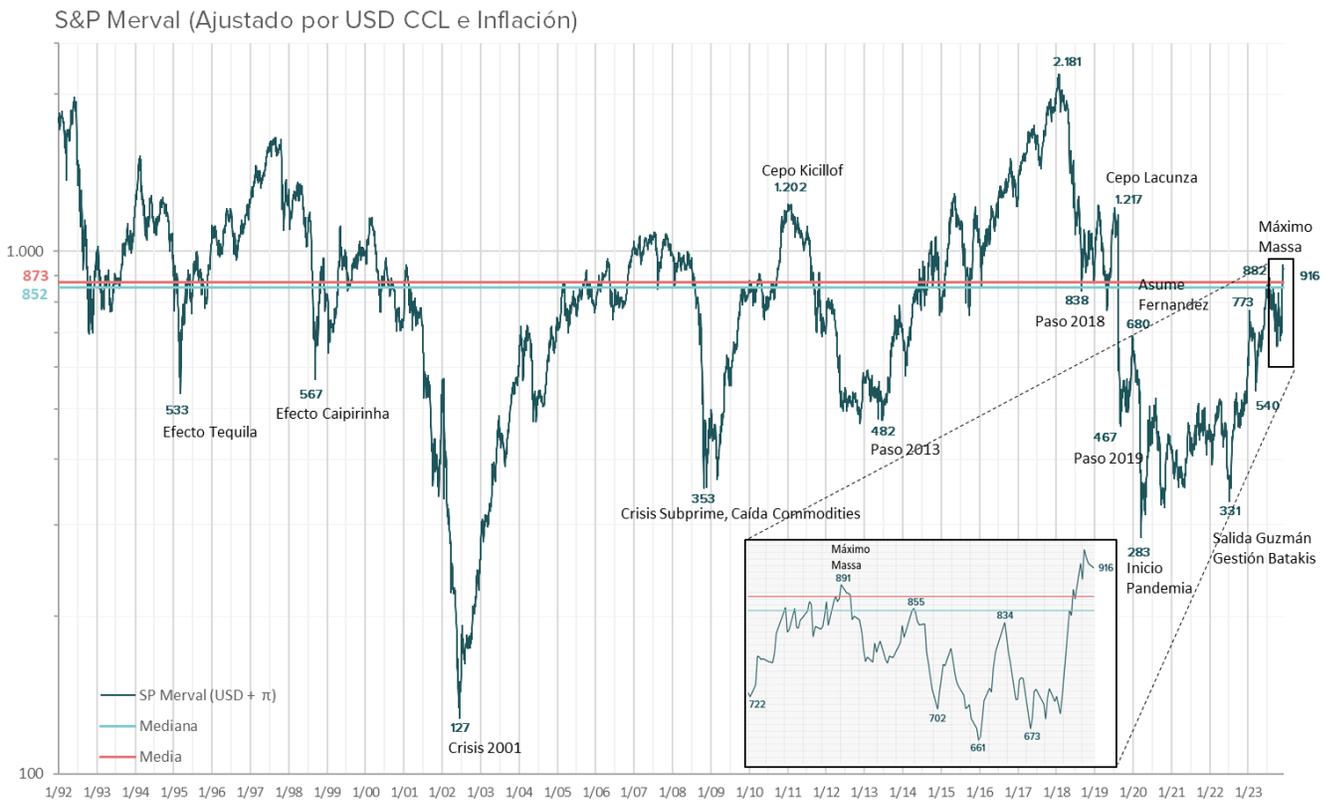
Estrategia Equity 2024

Cada sector tiene su tiempo: Ahora reguladas

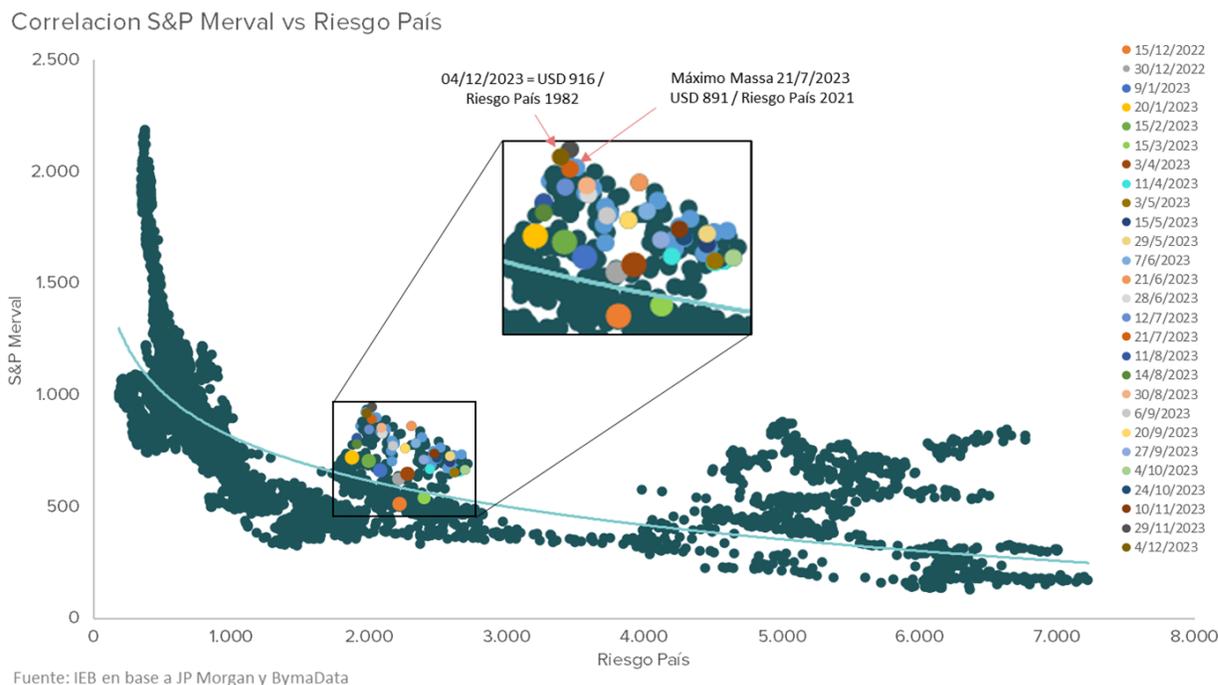
1. Valuación S&P Merval

Luego del rally ocurrido tras el triunfo de LLA el equity argentino alcanzó máximos históricos de toda la administración actual. Nos resulta claro que se trata de un mercado que “pagó por ver” y que ahora va a esperar definiciones.

El S&P Merval cotiza por encima de su mediana y media históricas frente a un 2024 que luce altamente desafiante en lo macroeconómico y social. Desde el día anterior a la segunda vuelta al cierre de ayer el índice se incrementó un 30% en USD (CCL) mientras que la deuda soberana HD lo hizo en promedio un 20%.



Estos niveles dan indicio de un mercado de equity que se encuentra al menos razonablemente valuado (“fair value”). Una lectura adicional que refuerza la hipótesis anterior es la correlación entre el S&P Merval (USC CCL) y niveles asociados de riesgo país, según se observa en el siguiente gráfico:



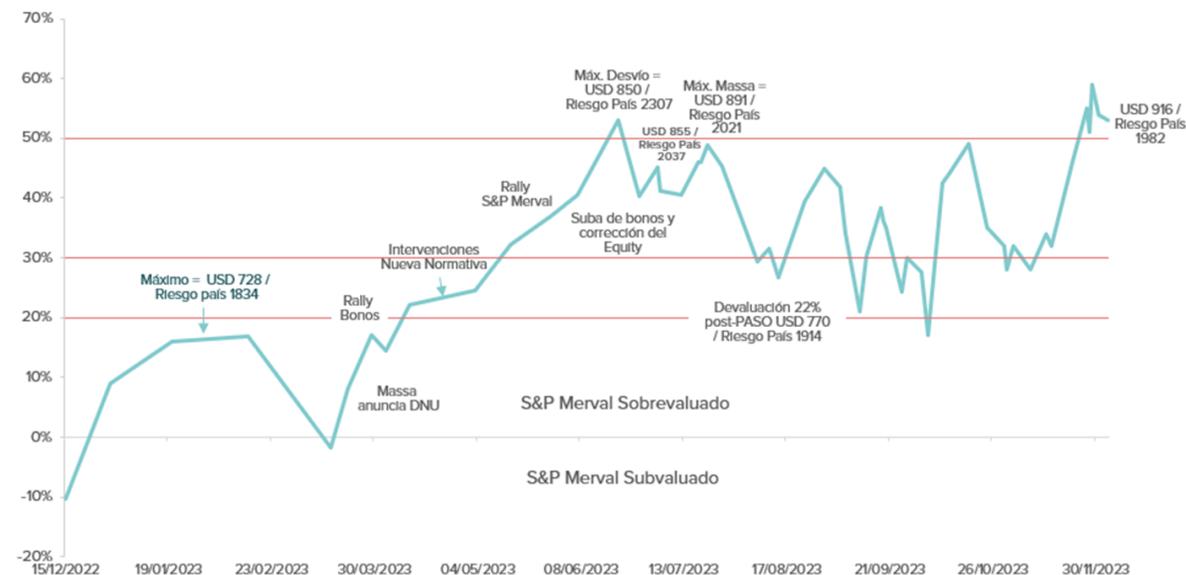
Desde el ingreso de Massa al ministerio de economía hemos observado en forma consecuente niveles de valuación superiores a los “esperables”. Este efecto no es sorprendente y se trata de un mercado que claramente prefirió posicionarse en riesgo privado frente a riesgo soberano. Una economía con el nivel de encepamiento que tiene la actual conlleva estas distorsiones; que se observan no solo en el mercado de acciones sino también en la deuda corporativa.

Tal vez el punto más relevante a analizar sea la significatividad del desvío -su magnitud- pues no es lo mismo un 20% de sobrevaluación que un 50%. Justamente en el siguiente gráfico analizamos dicho desvío y su evolución en lo que va del año y observamos que desde marzo de este año el piso se ha situado en un 20%; ese parece ser el mínimo nivel de sobrevaluación que están dispuestos a convalidar los inversores. Por otro lado durante gran parte del largo proceso electoral dicha sobrevaluación ha oscilado en una banda de 30% a 50%.

Luego del triunfo de Javier Milei el mercado de equity argentino perforó dicha banda rozando un 60% para situarse en una tendencia de re ingreso a la banda 30%-50%. Esta lectura -que se observa

en el gráfico inferior- da aún mayor sustento a la interpretación anterior: un mercado de equity con una valuación adecuada como mínimo.

Desvío S&P Merval contra Correlación

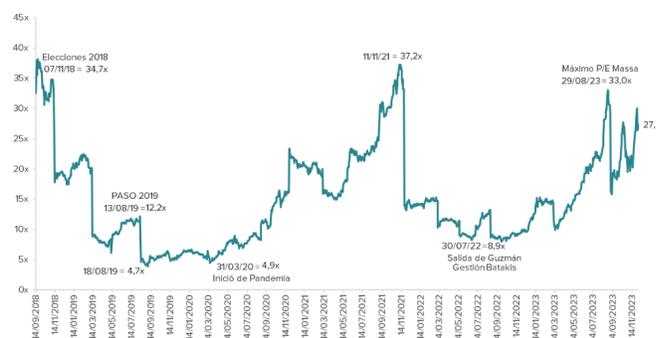


Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

Finalmente una tercera herramienta para redondear la lectura es analizar la evolución de los múltiplos a los cuales cotiza el S&P Merval: P/E y P/BV (EV/EBITDA lo dejamos de lado para no distorsionar la lectura por el sector bancario).

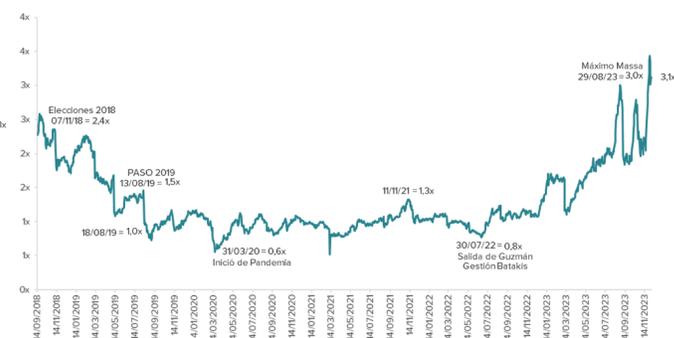
Se podría argumentar que con una macro tan desequilibrada y distorsionada la utilidad de los múltiplos es relativamente baja; es una realidad que compartimos. Más allá de eso, para un análisis de corto plazo y en períodos de tiempo relativamente pequeños resulta de alguna utilidad.

S&P Merval Price Earning Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

S&P Merval Price to Book Ratio (Trailing)



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

Tras el piso alcanzado luego de terminada la gestión Guzmán y Batakis comenzó un ciclo de recuperación de la mano del ingreso del ministro Massa. Luego se sucedieron, ya en plena carrera electoral dos búsquedas de cobertura frente a un mercado que descontaba un salto discreto. La primera

de ellas luego del salto cambiario de 22% post PASO y con un mercado que descreía de los dichos de la autoridad monetaria de mantener el tipo de cambio fijo en \$350 hasta octubre. La segunda frente a las generales en las que el escenario base era un ballottage entre Massa y Milei pero con Milei como favorito: ocurrió dicho escenario pero con el ministro Massa como claro ganador.

Luego del sorpresivo resultado de la segunda vuelta no tanto por el triunfo de Milei (era un escenario probable) sino más bien por la contundencia del mismo todos los activos argentinos realizaron un repricing factorizando, además, un Milei más moderado, descartando una dolarización desde el inicio y con gran voluntad de construir gobernabilidad: **el tendón de Aquiles del próximo gobierno.**

En el gráfico se aprecian claramente los dos episodios de búsqueda de cobertura que llevaron a los inversores a convalidar valuaciones que no se condecían con la situación macroeconómica que enfrentan las empresas.

El último episodio ya llama a una lectura diferente: se trata de una genuina compra de expectativas, de querer estar posicionado en activos argentinos esperando una potencial normalización de la economía y el ingreso a un ciclo virtuoso de crecimiento.

La pregunta que surge es si estos múltiplos son “adecuados”. Nos inclinamos a pensar en base a lo antes dicho que nuevamente surge la idea de un mercado más que “bien valuado” y que claramente se ha pagado por ver, se han comprado expectativas y ahora se esperarán resultados.

¿Todavía queda upside en el mercado de acciones argentino? **De corto plazo volcamos nuestra preferencia por los bonos soberanos HD que, a la luz de lo expuesto anteriormente, lucen desarbitrados y aún con recorrido al alza.** Valores de USD 45 son alcanzables; el 2024 no es muy desafiante para mantener la deuda performing (ya a partir de 2025 el panorama se va haciendo más complejo) pero aún dichos valores representan en VPN valores promedio en los cuales se han declarado defaults soberanos anteriores.

	Sobrevaluación / Riesgo País									AL30
	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%		
2.400	680	705	735	762	788	815	845	870	\$	25,00
2.300	695	725	750	780	805	832	858	890	\$	28,40
2.200	715	740	778	800	825	855	885	915	\$	30,00
2.000	745	765	805	838	865	895	922	955	\$	34,00
1.950	758	785	815	845	875	905	935	965	\$	35,00
1.900	765	795	825	855	885	916	950	980	\$	36,50
1.850	775	805	836	867	898	930	962	992	\$	38,00
1.800	786	816	848	878	912	942	971	1000	\$	39,50
1.750	796	828	860	888	922	955	985	1015	\$	40,00

El cuadro anterior define claramente dos momentos: el primero (en celeste) es el S&P Merval dados niveles de riesgo país y sobrevaluación (rango del 30%-50% mencionado anteriormente), el segundo (en violeta) es el rango al que se trasladó la cotización del índice luego del triunfo de LLA.

El cuadro nos permite hacer el ejercicio de estimar un valor del índice manteniendo los actuales niveles de sobrevaluación (50%-60%) y reduciendo niveles de riesgo país.

Parece poco probable que dicho nivel no comprima y es por ello que creemos que el sendero más razonable es un incremento en los valores de la deuda soberana y compresión de la sobrevaluación (zona amarilla oscura).

2. ¿Dónde nos posicionamos?

Si bien la lectura anterior nos muestra un índice en valores relativamente altos, no todos los sectores se vienen comportando de la misma forma. A grandes rasgos uno podría trazar cuatro grandes sectores: **oil & gas, reguladas, bancos y materiales.**

Oil & Gas ha sido el sector que más se ha beneficiado en los últimos años y con justificación. La irrupción de Vaca Muerta le dió una dinámica propia con drivers genuinos y un consenso de todo el arco político sobre la necesidad de su desarrollo. Así empresas como **YPF (YPFD), Pampa Energía (PAMP) y TGS (TGSU2)** obtuvieron rendimientos que la ubican un **30% por debajo de los máximos alcanzados en 2018 (ver gráfico inferior).**

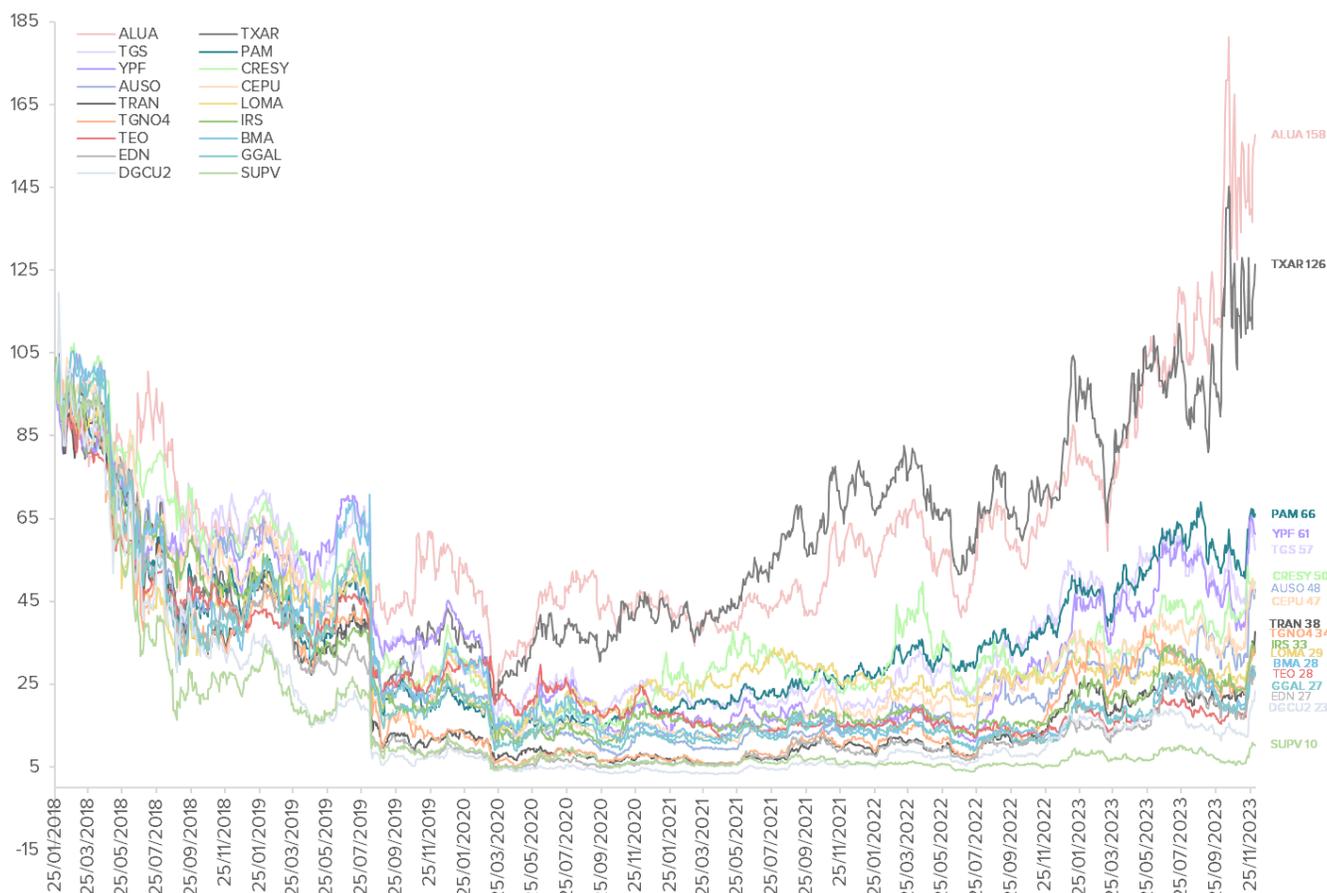
En el polo opuesto se encuentran empresas de materiales como **Aluar (ALUA) y Ternium Argentina (TXAR)** cuyas valuaciones hoy se encuentran significativamente por encima de los valores máximos alcanzados en 2018. Es claro que dichas empresas fueron utilizadas -por su naturaleza y su liquidez- como vehículos de cobertura. También resulta claro que para búsqueda de cobertura seguirán funcionando pero es evidente que sus valuaciones se han desacoplado de valores razonables.

Al fondo de la tabla se encuentra el equipo de los bancos. Un sector con un enorme desafío por delante y que justifica el retraso al que cotizan con respecto a máximos de 2018 y otros sectores. **El rally que han experimentado tras el triunfo de Javier Milei, en nuestra opinión, obedece a dos factores:** el primero fue la disipación del fantasma de la dolarización (y eventuales ideas de reforma bancaria) que hubieran tenido un impacto disruptivo (tanto en su hoja de balance como en el cuadro de resultados). El segundo; flujos: siento el sector bancario en conjunto con el energético el de mayor liquidez es lógico que de corto plazo se haya utilizado como vehículo para jugar al “trade Argentina”.

Hacia adelante creemos que ya habiendo factorizado un escenario menos disruptivo es un sector que vuelve a llamar a cautela. Es indudable que aún en dicho escenario el impacto en el balance de los bancos del plan de estabilización será negativo. Por otro lado, cotizando a valores de P/BV de entre 1,2x

a 1,5x se encuentran a niveles similares a bancos regionales cuyas operaciones se encuentran normalizadas (son bancos y no agencias de financiamiento para el sector público e instrumentos de política cambiaria y monetaria).

Retorno de acciones argentinas (Base 100 = 25/01/2018)



Fuente: IEB en base a Refinitiv.



El sector que creemos tendrá una mejor performance son los regulados. Todas aquellas empresas que en los últimos años han padecido de retrasos tarifarios, caída en términos reales de sus ventas y compresión de márgenes.

¿Cuál es nuestra lógica? Creemos que el plan de estabilización con un fuerte componente de ajuste fiscal conlleva necesariamente una reducción de subsidios; o su contracara: incremento en las tarifas. Así mismo, la explícita necesidad de sincerar los precios relativos de la economía refuerza esta idea. Por otra parte, ante un contexto de caída en el nivel de actividad económica y/o recesión dichos sectores son defensivos lo cual es un argumento adicional a nuestra tesis de inversión.

Es claro que habrá un “fogonazo” inflacionario inicial, pero el mismo incluiría justamente mejoras para dichas empresas. Es por esto que creemos que es el momento de las reguladas: **Central Puerto (CEPU), TGN (TGNO4), Transener (TRAN), Ecogas (DGPU2), Autopistas del Sol (AUSO), Edenor (EDN),** entre otras.

Como hoja de ruta planteamos un recorrido que comienza con una exposición al sector reguladas, oil & gas, agro y servicios financieros. Incluimos telecomunicaciones a pesar de no encontrarse estrictamente dentro del segmento reguladas pues no existen impedimentos legales para el incremento de tarifas, pero creemos que a la actual valuación Telecom Argentina (TECO2) ofrece una relación retorno/riesgo favorable.



Más adelante y cuando comience a evidenciarse si el plan de estabilización se materializa, si el gobierno consigue -y mantiene- su imperiosa gobernabilidad, será el tiempo de evaluar comenzar a rotar al sector bancario.

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 SNIECHOWSKI

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.