



AGENTE DE VALORES S.A

Monitor de Bonos Corporativos

juan@cucchiara.sba.com.ar

valentina@cucchiara.sba.com.ar

Deuda privada: Poco apalancamiento

- Uno de los grandes atractivos de nuestro país es el bajo nivel de endeudamiento privado en moneda extranjera, tanto para las familias como para las empresas. El stock alcanza los U\$S 68.000 millones, niveles similares a los del 2004. Este monto se divide prácticamente en partes iguales entre deuda comercial y financiera.
- La baja deuda en moneda extranjera en manos privadas reduce los riesgos asociados a un eventual desequilibrio en el balance de pagos. Muchas veces olvidamos la deuda privada al analizar la dinámica del sector externo.
- El aislamiento financiero durante la gestión anterior tuvo como resultado que muchas empresas trabajen con capital propio. Contamos con varias compañías de primera línea con muy bajos niveles de apalancamiento. Es más, el cepo provocó que muchas empresas adelanten pagos de capital para aprovechar y comprar divisas al tipo de cambio oficial.
- Durante los últimos dos años subió la deuda financiera, pero bajó la comercial. También se redujo el stock de dividendos atrasados a las respectivas casas matrices. La deuda neta en dólares del sector privado total (comercial, financiera y dividendos) esta prácticamente en los mismos niveles del 2015.
- En términos del PBI, la deuda externa privada ronda el 12%. Niveles muy manejables. Por eso estamos viendo que muchas empresas salen al mercado internacional en los últimos meses.
- En relación a otros países de la región, se estila mirar el ratio de la deuda externa privada sobre las exportaciones. Este ratio mide la deuda contra la capacidad de generar divisas del propio sector privado. Nuestro país tiene un ratio de 1,1 respectivamente, mientras que Chile y Brasil alcanzan niveles entre 2 y 2,5 (deben dos años de exportaciones).

Dinámica durante los últimos años

Gráfico I.1 Principales Indicadores de la Deuda Externa Privada

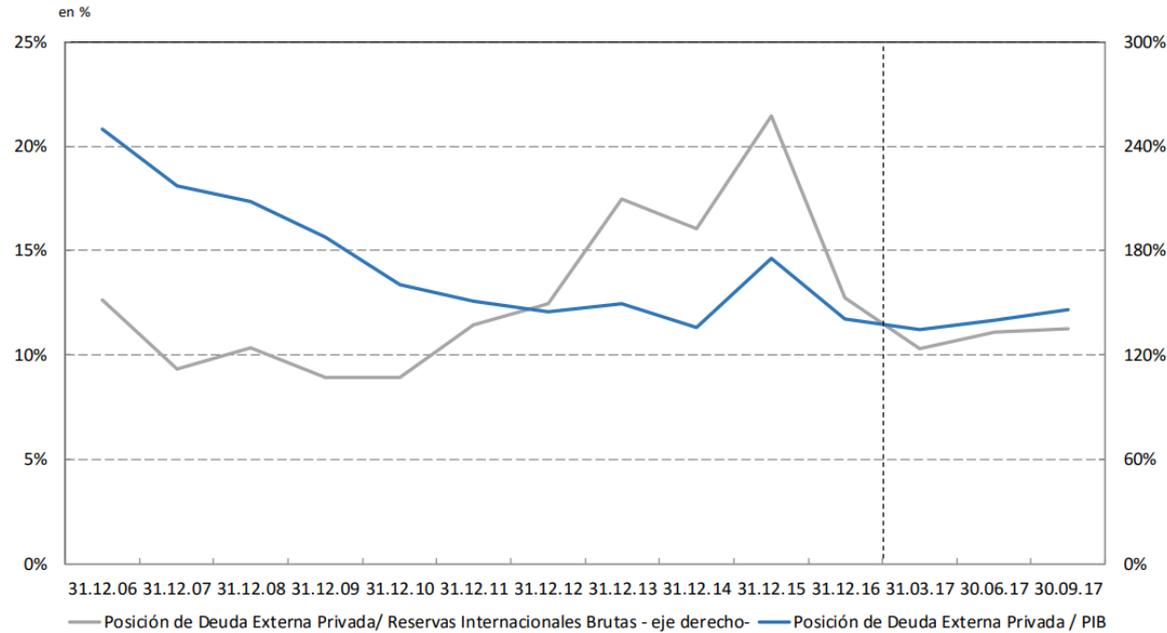
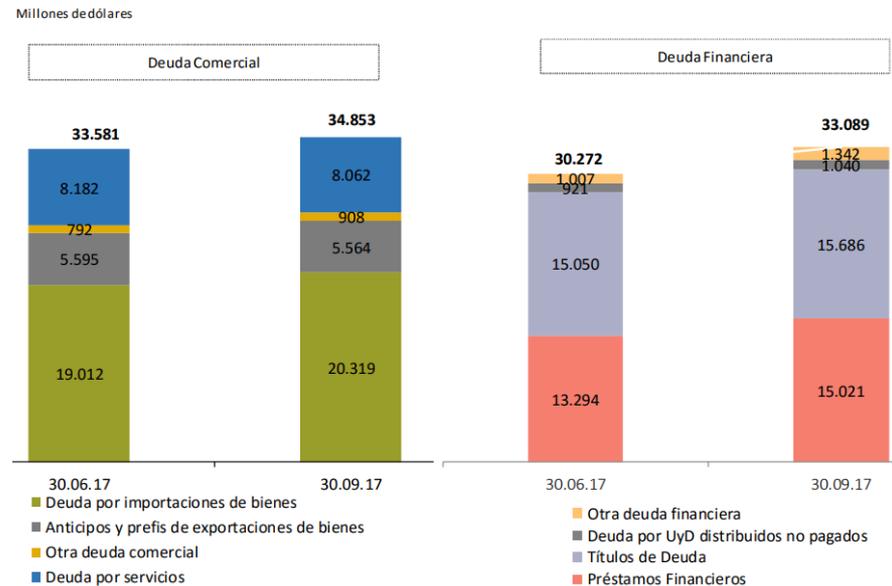


Gráfico III.1 Obligaciones con el exterior del sector privado por tipo de deuda



Interesantes opciones en deuda corporativa

- Notamos buenos rendimientos de varias empresas locales en esta coyuntura global. Encontramos TIRs por encima de empresas comparables en otros países emergentes. Los bonos corporativos incorporan parte del riesgo país soberano. La calificación de nuestro país (por debajo de la región) levanta el piso de rendimientos en bonos corporativos (Obligaciones Negociables).
- Atractivo impositivo. Mismo tratamiento que los bonos soberanos en cuanto al impuesto a las ganancias, pero están gravadas en bienes personales.
- Varias alternativas para diversificar entre diferentes sectores de la economía. Hay emisiones de Bancos, Constructoras, Energéticas, Petroleras, Consumo Masivo, Servicios, Energía Renovables, etc.
- Al incluir estos títulos en una cartera de bonos soberanos, podemos reducir el riesgo de duration, el grueso de las ON tiene una duration entre 2 y 5, sin perder tasa.
- Se pueden obtener rendimientos entre el 5% y 7% en empresas financieramente sólidas (ver última diapositiva) y duration entre 2 y 5 años.
- Si busco rendimientos por encima del 7%, ya debo elegir empresas con peores ratios crediticios.

| Nombre | Vto | TIR | Cupón | Duration |
|--------------------------|--------|------|-------|----------|
| VICENTIN | may-19 | 4,00 | 4,500 | 1,00 |
| LOS GROBO | may-19 | 3,30 | 6,750 | 1,08 |
| ALIANZA SEMILLA | jun-20 | 6,50 | 7,500 | 1,10 |
| PLAZA LOGISTICA | dic-20 | 5,40 | 6,250 | 1,50 |
| IRSA | mar-23 | 5,70 | 8,750 | 1,76 |
| PAN AMERICAN | may-21 | 4,50 | 7,875 | 1,90 |
| IRSA | sep-20 | 5,30 | 5,000 | 2,32 |
| BANCO HIPOTECARIO | nov-20 | 4,90 | 9,750 | 2,33 |
| GENNEIA SA | ene-22 | 6,30 | 8,750 | 2,47 |
| COMPAÑÍA GENERAL DE COMB | nov-21 | 7,30 | 9,500 | 2,96 |
| CLISA | jul-23 | 8,40 | 9,500 | 3,46 |
| PAMPA ENERGIA | jul-23 | 6,00 | 7,375 | 3,65 |
| ARCOR | jul-23 | 5,10 | 6,000 | 3,71 |
| YPF | abr-24 | 6,20 | 8,750 | 4,01 |
| TECPETROL | dic-22 | 5,40 | 4,875 | 4,10 |
| CRESUD | feb-23 | 6,40 | 6,500 | 4,12 |
| RAGHSA | mar-24 | 6,50 | 7,250 | 4,15 |
| CAPEX | may-24 | 6,70 | 6,875 | 4,18 |
| ARCOS DORADOS | sep-23 | 5,10 | 6,625 | 4,48 |
| PAMPA ENERGIA | ene-27 | 6,90 | 7,500 | 5,25 |
| BANCO MACRO | nov-26 | 6,10 | 6,750 | 5,30 |
| YPF | jul-25 | 6,70 | 8,500 | 5,46 |
| ARCOS DORADOS | abr-27 | 5,70 | 5,875 | 5,56 |
| AEROPUERTOS ARGENTINA | feb-27 | 5,80 | 6,875 | 5,80 |

Ratios a monitorear

- Hay emisiones de empresas con bajos niveles de deuda en relación al capital y reducidos pagos de intereses en relación a su flujo de fondos.
- Ejercicio teórico: Nos olvidamos por un momento que son argentinas e imaginamos que son compañías que desempeñan su actividad en países bien calificados. Luego, las reclasificamos según parámetros internacionales de riesgo crediticio.
- Para monitorear las compañías no financieras, se suelen utilizar tres ratios:
 - EBITDA/Intereses: Mide la cobertura de intereses, cuantas veces la empresa cubre los intereses de sus deudas financieras con su EBITDA (resultado operativo sumado amortizaciones y depreciaciones)*
 - Deuda financiera Neta/EBITDA: Mide el tamaño de la deuda financiera neta (se resta el efectivo y equivalentes) en relación al EBITDA. No es otra caso que la capacidad de repago de las deudas utilizando el flujo del negocio.*
 - Deuda financiera Neta/PN: Mide el tamaño de la deuda financiera neta en relación al Patrimonio. Es el grado de apalancamiento de la compañía.*
- Para monitorear los bancos, ajustamos un poco los ratios dado que los flujos de intereses son parte del negocio. En lugar de la deuda utilizamos el monto emitido en obligaciones negociables. En lugar del EBITDA utilizamos el resultado neto (sin contemplar obviamente los intereses de la propia ON). También remarcamos el nivel de apalancamiento, que se encuentra muy por debajo en relación al promedio de los bancos a nivel global.

Buenos ratios para elegir

- Empresas con ratios comparables en la región muestran rendimientos entre 100 y 200 puntos básicos por debajo. La cuestión fundamental es que las empresas locales recuperaron la capacidad de refinanciamiento en el exterior. Esto es un factor clave dado que las compañías ya no están obligadas a tener que utilizar el flujo del negocio para amortizar el capital (aunque podrían hacerlo si les resulta financieramente conveniente).

Comparación parametros de rating internacional

| | | | | | C | B | A | | |
|------------------------------|-----------------------------------|--------------|-----------------|----------|-----------------------|------------------------|--------------------|-----------|------|
| | | | | | Anualización | | TC | | 16,7 |
| datos en millones de dólares | | | | | 2017 | | | | |
| Empresa | EBITDA | Intereses | Deuda Fin. Neta | PN | EBITDA/Intereses | Deuda Fin. Neta/EBITDA | Deuda Fin. Neta/PN | | |
| YPF | \$ 3.865 | \$ 1.005 | \$ 9.720 | \$ 9.134 | 3,85 | 2,51 | 1,06 | | |
| PAN AMERICAN | \$ 1.104 | \$ 75 | \$ 1.879 | \$ 6.178 | 14,81 | 1,70 | 0,30 | | |
| ARCOR | \$ 286 | \$ 146 | \$ 829 | \$ 499 | 1,96 | 2,89 | 1,66 | | |
| ARCOS DORADOS | \$ 305 | \$ 68 | \$ 293 | \$ 496 | 4,46 | 0,96 | 0,59 | | |
| RAGHSA | \$ 30 | \$ 8 | \$ 104 | \$ 386 | 3,65 | 3,45 | 0,27 | | |
| CLISA | \$ 142 | \$ 66 | \$ 490 | \$ 40 | 2,15 | 3,45 | 12,14 | | |
| IRSA* | \$ 838 | \$ 719 | \$ 6.527 | \$ 3.461 | 1,17 | 7,79 | 1,89 | | |
| GENNEIA | \$ 69 | \$ 31 | \$ 555 | \$ 289 | 2,27 | 8,00 | 1,92 | | |
| MASTELLONE | \$ 78 | \$ 19 | \$ 163 | \$ 285 | 4,19 | 2,08 | 0,57 | | |
| CGC | \$ 72 | \$ 29 | \$ 392 | \$ 46 | 2,46 | 5,45 | 8,54 | | |
| CAPEX | \$ 141 | \$ 54 | \$ 136 | \$ 253 | 2,62 | 0,97 | 0,54 | | |
| PLAZA LOGISTICA | \$ 9 | \$ 4 | \$ 40 | \$ 173 | 2,62 | 4,20 | 0,23 | | |
| PAMPA | \$ 780 | \$ 202 | \$ 2.525 | \$ 1.204 | 3,86 | 3,24 | 2,10 | | |
| CELULOSA | \$ 29 | \$ 20 | \$ 172 | \$ 80 | 1,50 | 5,83 | 2,15 | | |
| | | | | | 2017 | | | | |
| Bancos | Resultado Neto (más intereses ON) | Intereses ON | ON | PN | Result Neto/Intereses | ON/Result Neto | ON/PN | Activo/PN | |
| MACRO | \$ 609 | \$ 47 | \$ 700 | \$ 2.583 | 12,90 | 1,15 | 0,27 | 5 | |
| GALICIA | \$ 414 | \$ 175 | \$ 700 | \$ 2.145 | 2,37 | 1,69 | 0,33 | 9 | |
| HIPOTECARIO | \$ 363 | \$ 268 | \$ 1.349 | \$ 458 | 1,36 | 3,72 | 2,95 | 8 | |

*Bancos: Resultado Neto en lugar de Ebitda, y sólo contemplamos en intereses y en deuda financiera a la correspondiente a las ON

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los respectivos balances.

Buen fin de semana

| SÁBADO | DOMINGO |
|---|--|
| Min 18°C Max 24°C | Min 18°C Max 24°C |
| MAÑANA  <p>Cielo nublado a parcialmente nublado. Probabilidad de chaparrones y tormentas aisladas. Vientos moderados a leves del este, rotando al sudeste, luego de direcciones variables.</p> | MAÑANA  <p>Cielo parcialmente nublado a nublado. Tiempo nuevamente desmejorando. Vientos leves a moderados del sector este.</p> |
| TARDE/NOCHE  <p>Nubosidad variable. Probabilidad de chaparrones. Mejorando temporariamente. Vientos leves de direcciones variables, cambiando a moderados a leves del sudeste.</p> | TARDE/NOCHE  <p>Cielo nublado. Probabilidad de precipitaciones. Mejoramientos temporarios. Vientos moderados del sector este.</p> |