

UCEMA – SMEF

Minuta 08-02-2019



UCEMA



Introducción

En el marco de la operatoria del SMEF, se han tratado los siguientes temas:

1. Contexto Mundial;
2. Contexto y Perspectivas del Mercado Local;
3. Estrategia SMEF;
4. Recomendación de Trade.

Contexto Mundial

➤ USA:

- La Reserva Federal en su último comunicado mantuvo tasas y confirmó que será "paciente" sobre futuras acciones.

➤ Fixed Income:

- En el último mes se observó una baja en la tasa de los bonos a 10 años en las principales economías del mundo. La U.S. 10yr se ubica en 2,65%.

➤ Equity:

- El S&P 500 cotiza en torno a los 2.700 puntos, con un aumento de 15% desde el piso que alcanzó en diciembre pasado.

Contexto Mundial (Cont.)

Evolución DXY (fuente: Reuters)



Evolución VIX (fuente: Reuters)



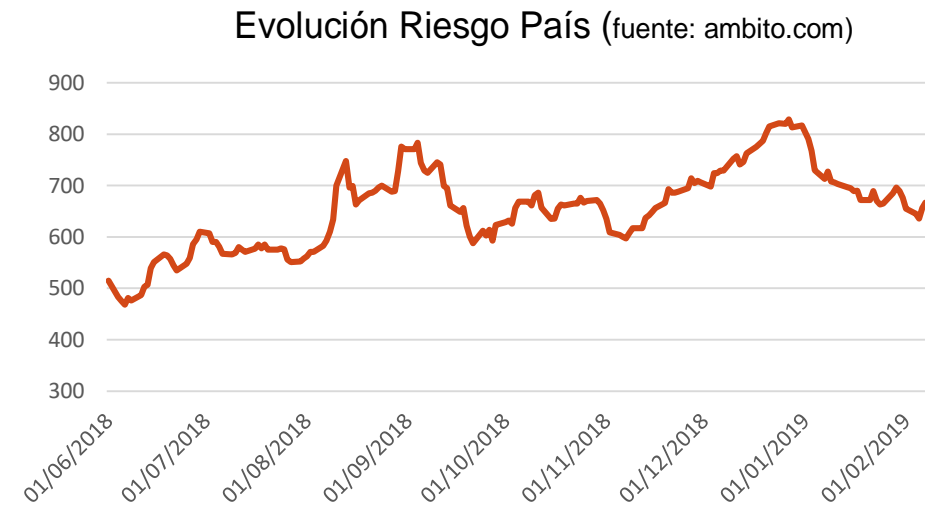
Evolución Euro (fuente: Reuters)



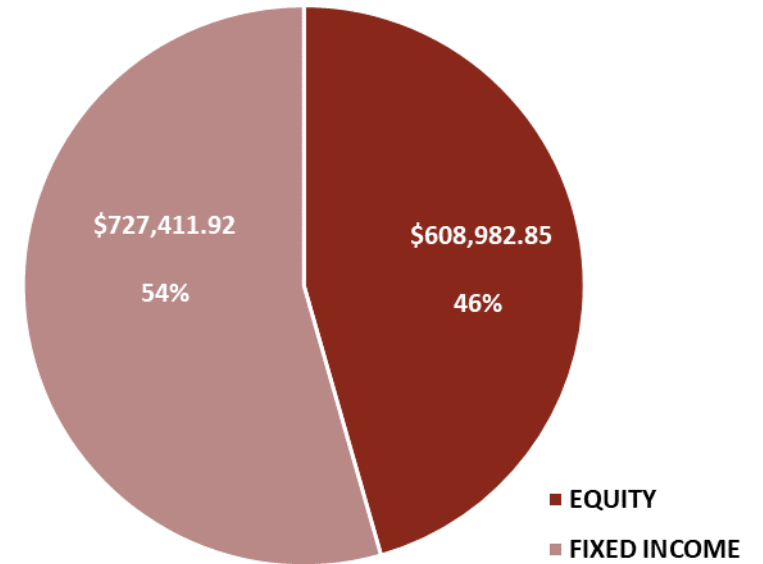
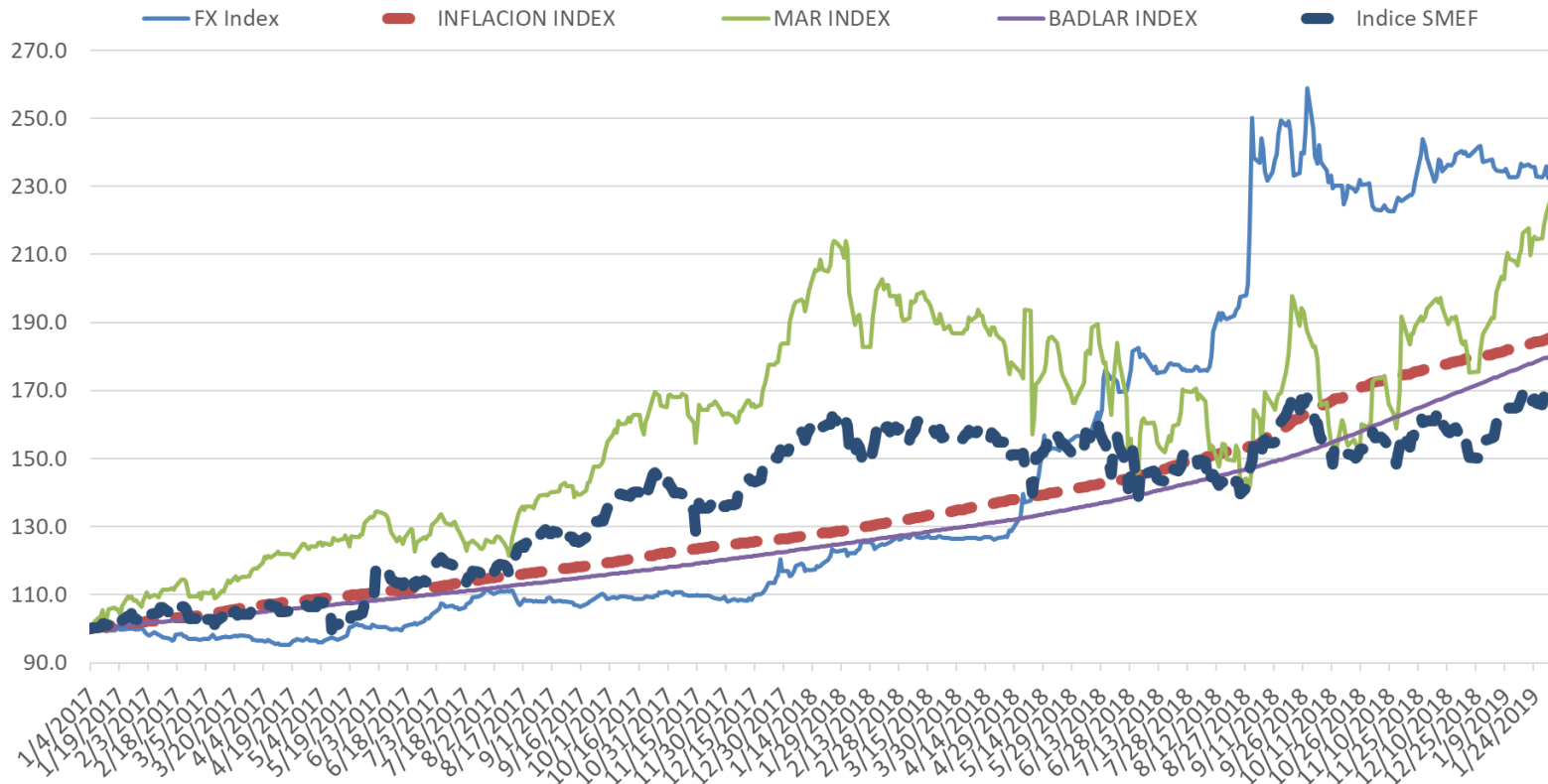
- DXY: En la última semana se observa un leve aumento en el valor de este índice, situándose en los 96.46.
- VIX: Sufrió una importante baja en el último mes, ubicándose en 17,05.
- EUR/US Dollar: Se encuentra lateralizando su cotización, ubicándose actualmente en 1,135

Contexto Local

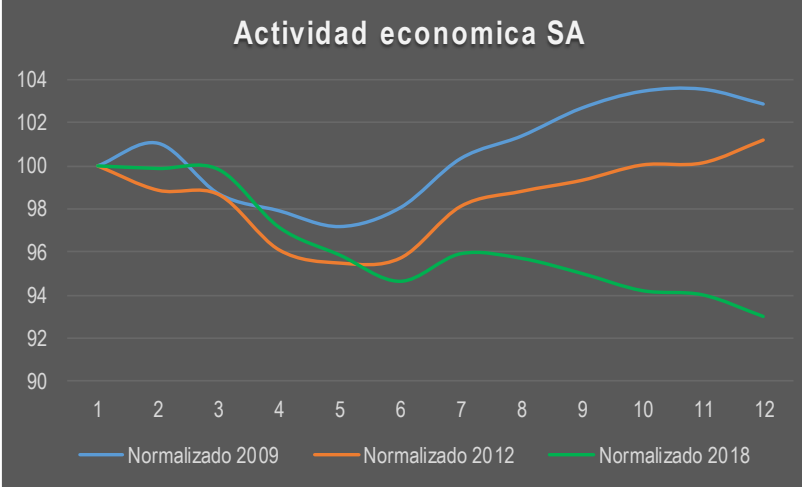
- Debemos destacar la importante baja en la tasa de las LELIQ que viene experimentando en las últimas semanas. De los máximos alcanzados en Octubre 2018 (73,5%) actualmente perforó el piso de 50% ubicándose en 48,82%
- Programa de bandas de flotación: El tipo de cambio se mueve entre bandas de flotación, ubicándose en las últimas semanas por debajo de la banda mínima.
- El riesgo país empezó el 2019 con muy buenas señales, habiéndose comprimido fuertemente en relación al pico alcanzado en Diciembre (829 puntos). Actualmente se encuentra en los 667 puntos



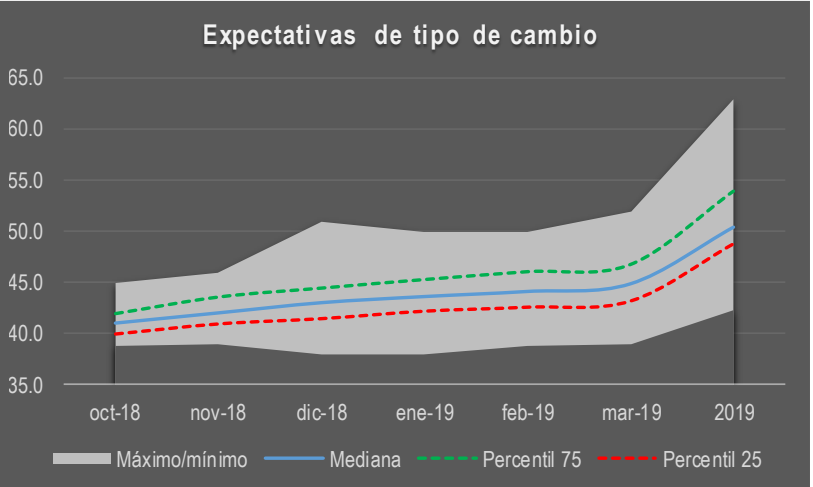
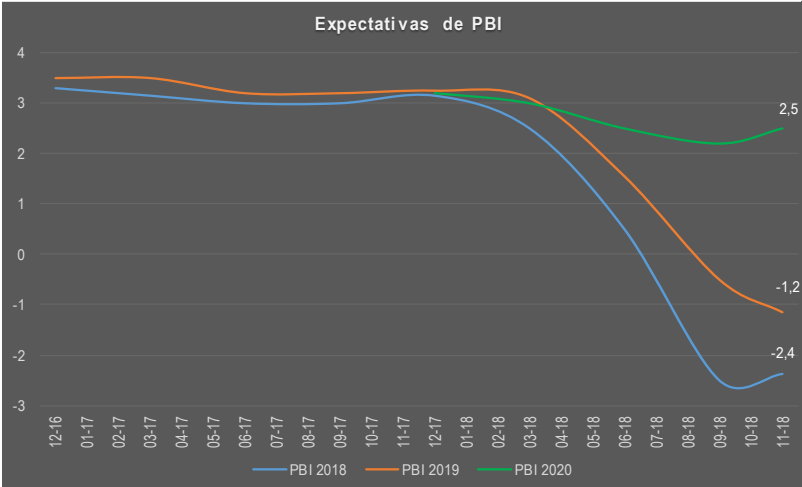
Evolución SMEF



Estrategia SMEF – Análisis Equity Non-Financials – Principales indicadores



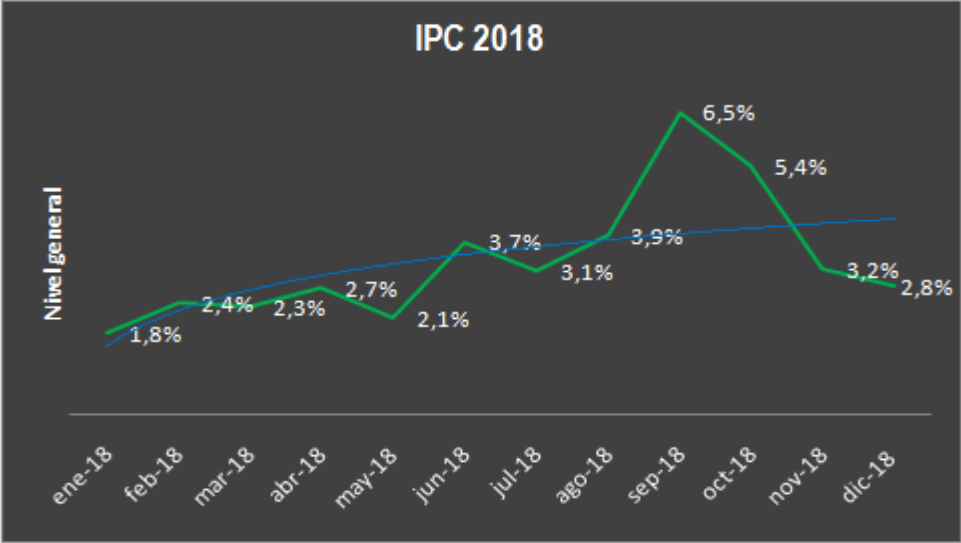
∅ Analistas del sell-side estiman aproximadamente una **contracción en la actividad de -2.2%-2,3% para FY18** (vs anteriores estimaciones en el rango de -2.7%). El Q4 del año fue más estable en parte gracias a la ajustada política monetaria, una fuerte contracción en el crédito y una caída del salario real acentuada desde octubre. Se estima la contracción del Q4 en el área de -4.8% a -5.3%.



∅ Perspectivas de PBI para 2019 empeora 0.7 puntos según el último REM del BCRA. **El mercado espera una contracción del GDP de aprox. -1.2pp en 2019.**

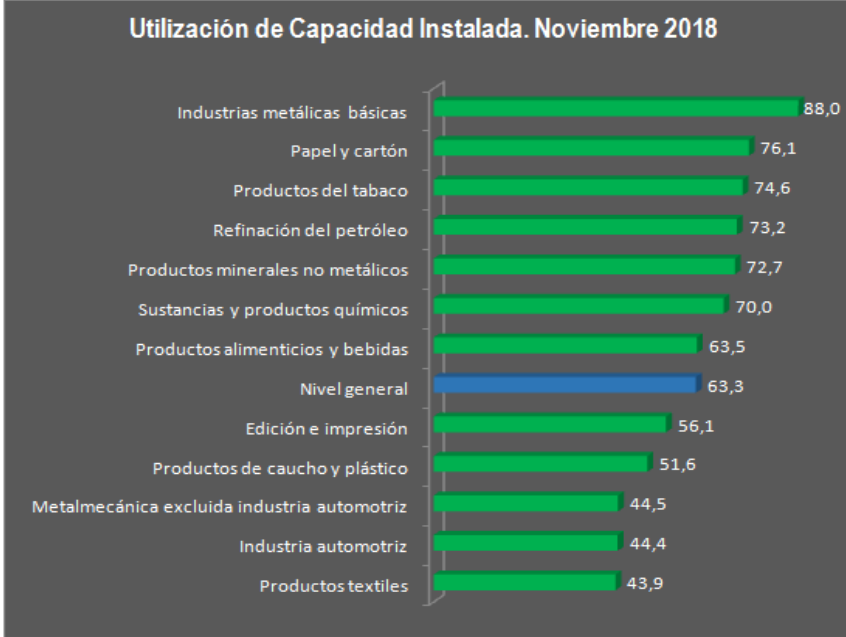
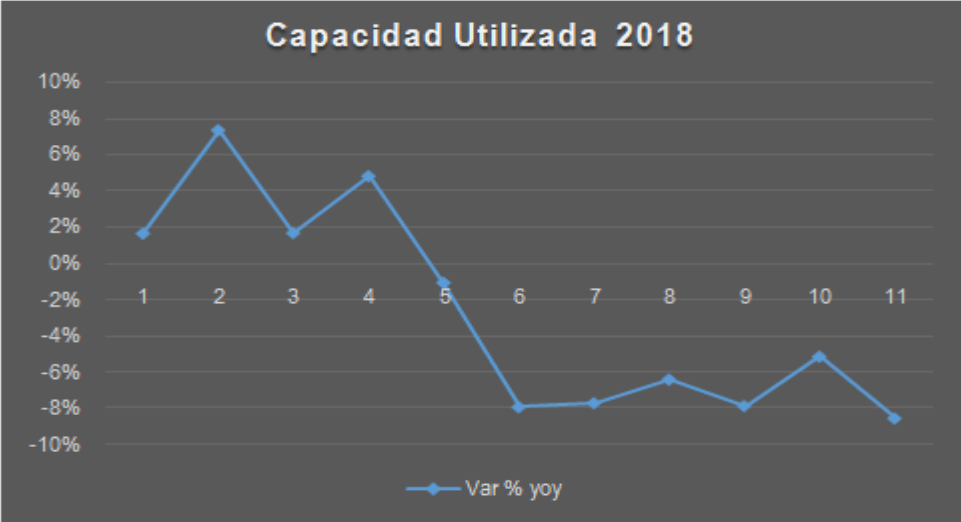
∅ **El dólar cerró el 11/01/2019 a \$37.53**, En el pasado informe comentábamos acerca de la apreciación que venía mostrando la moneda local, hasta el punto que la cotización del dólar perforó la banda inferior establecida por el BCRA, lo que motivó a la entidad a aumentar el límite de compra diaria de U\$S 50 a U\$S 75 millones.

Estrategia SMEF – Análisis Equity Non-Financials – Principales indicadores

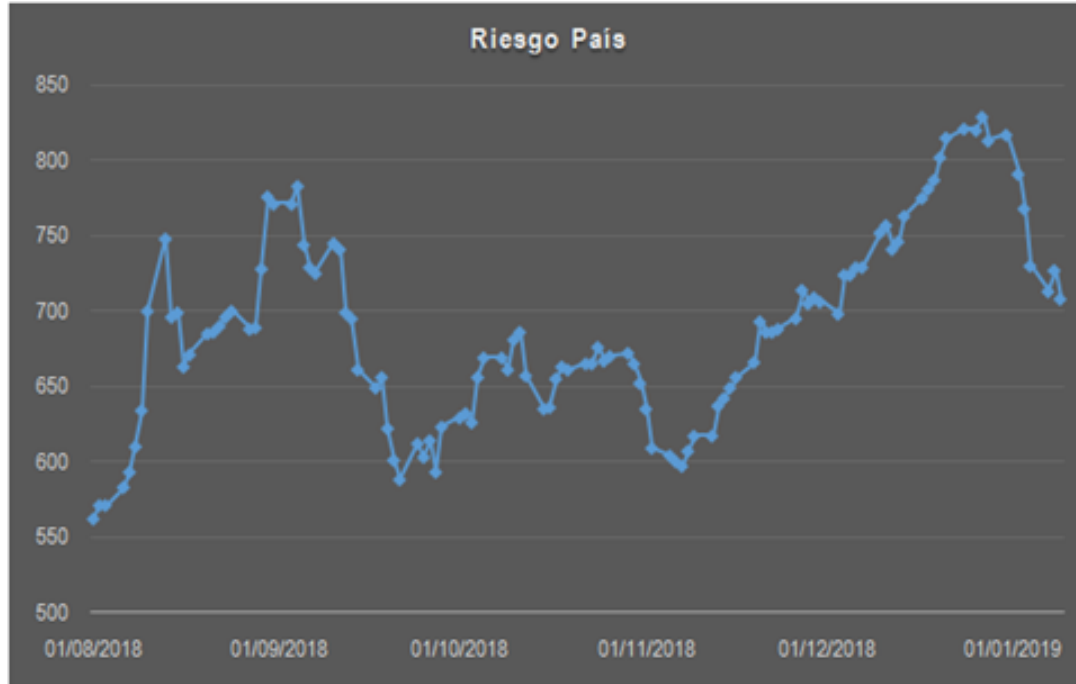


Ø La inflación en base al IPC del año 2018 fue de 47.6%, mientras que el mes de enero se encontrará en torno al 2.6%. Según el REM de diciembre 2018 la inflación esperada para todo 2019 se espera en 28.7%, aunque algunos analistas comienzan a pronosticar cifras entre el 30 y 34%.

Ø Por otro lado, el último Índice de Capacidad Utilizada en noviembre continuó mostrando signos de retroceso en la actividad, siendo los sectores más afectados el de alimentos (-3.1%), textil (-3.5%), metalmecánica (-4.7%) y refinación de petróleo (-5.6%). El nivel general permaneció relativamente bajo en 64.8%



Estrategia SMEF – Análisis Equity Non-Financials (Cont.)



Encuestas presidenciales 2019

∅ Las encuestas publicadas en diciembre, dieron un respiro para los mercados locales, en las que sorprendentemente se pudo quebrar la tendencia alcista de CFK en intención de voto. Pero las últimas encuestas publicadas en enero, menguaron un poco este optimismo.

∅ De acuerdo a los resultados de 7 de las 11 encuestadoras principales del país, **CFK está un poco por arriba de Macri en intención de votos**. Mientras que en el resto, están prácticamente en una paridad técnica. Con la imagen negativa (clave en elecciones polarizadas) de Macri, en varios relevamientos siendo mayor que la de CFK.

∅ Siendo que todavía estamos lejos de las elecciones, a estas encuestas habría que tomarlas con un grano de sal. Pero aún así, considerando que probablemente no veamos muchas tapas de diarios positivas (al menos en lo económico) hasta principios de 2H19, estos resultados son como mínimo preocupantes.

Spread de deuda:

∅ Durante la segunda mitad del 2018 el riesgo país fue aumentando paulatinamente, teniendo un pico en agosto del cual se recuperó al mes siguiente pero finalizando el año con un record de 829 puntos. El 2019 comenzó positivamente mostrando un brusco retroceso hasta descender a los 650 bps.

Estrategia SMEF – Análisis Equity Non-Financials – Main takeaways

Main Takeaways

- Ø Básicamente **seguimos con un sesgo negativo con respecto a la posible recuperación económica del país en 2019**. Consideramos que las valuaciones se ven muy atractivas si contemplamos una continuación del gobierno de Cambiemos.
- Ø Además creemos que **posicionarse en dólares vuelve a ser la opción más razonable**, dado a que hasta ahora los niveles corrientes de FX fueron mantenidos por una política monetaria restrictiva y mayores exportaciones de trigo. Acercándonos a las elecciones, con los riesgos y volatilidad que esto supone, además del riesgo de rollover de deuda, es razonable posicionarse en moneda dura.
- Ø Reconocemos que las valuaciones van a bailar al son de las expectativas eleccionarias, más que por fundamentals. Pero a su vez éstos últimos serán los drivers que prevalecerán en el mediano y largo plazo, tanto en un escenario favorable como desfavorable.
- Ø Por lo tanto, dentro del universo invertible de Argentina non-financials, consideramos posicionarnos en nombres que directa o indirectamente están atados significativamente al USD, y que además se puedan beneficiar rápidamente ante una eventual recuperación de la actividad de manera directa, antes que por desbloqueo de CAPEX (considerando % de capacidad utilizada actual) y FDI.

Estrategia SMEF – Análisis Equity Non-Financials – Main takeaways

Recomendaciones específicas:

- **APBR:** Consideramos que Petrobras está en un “sweet spot”. Ya que además de buenas perspectivas de recuperación del mercado brasileño, y que se ve muy bien desde una perspectiva top-down, se ve muy bien a nivel de fundamentals. Sobre esto último, creemos que i) la venta de subsidiarias que está realizando para concentrarse en su core business y ii) la discrecionalidad para definir sus precios, van a ser muy positivos para la compañía tanto en el corto como largo plazo.

Recomendación: BUY

- **CEPU:** Central Puerto viene presentando sólidos resultados operacionales, y se espera que el buen momentum de la compañía continúe durante el año. Además la compañía es compatible con nuestra tesis de inversión. En noticias recientes, vemos que CEPU prevé realizar inversiones por US\$ 300 millones para elevar su capacidad nominal total, en 18%. Asimismo, es la única oferente para la licitación mediante la cual se privatizará la central eléctrica Brigadier López (280 Mw) y compite con YPF por la adjudicación de Ensenada Barragan (540 Mw), aunque en este último caso tiene menores chances de lograr la adjudicación. La apertura de sobres serán los próximos 7 y 11 de febrero. Por AT, Central Puerto podría estar entrando en un canal alcista si logra romper la resistencia de \$39.

Recomendación: BUY

La “causa de los cuadernos” viene provocando el procesamiento de gran cantidad de ex autoridades gubernamentales así como también la implicancia de grandes empresarios, entre los cuales, el caso más resonante fue el procesamiento de Paolo Rocca (Tenaris), mientras que Marcelo Mindlin (Pampa) fue beneficiado con la falta de mérito por el juez federal Claudio Bonadio. Es necesario seguir de cerca el avance de dicha causa para evaluar el posible efecto que pudiera tener en el mercado accionario argentino.

- **PAMP/TGSU/TRAN:** Mindlin dejó de ser el CEO de Pampa Energía, holding que comprende a Transportadora Gas del Sur y Transener entre otras, quedando como Presidente de la compañía. Su lugar lo ocupará Gustavo Mariani, mientras que Gabriel Cohen será el CFO.

Días atrás el gobierno nacional anunció un freno en el avance de los proyectos PPP, lo que afecta directamente al desarrollo de Vaca Muerta y de Energías Renovables, sin embargo, vale agregar que el mes pasado la Cía. fue autorizada a exportar gas natural a Chile.

Con respecto a Transener, el Gobierno dejó trascender que desestima efectuar la venta de su participación en dicha empresa durante el 2019.

Nuestra recomendación es de hold para TGSU/TRAN, pero con un **leve underweight a Pampa para construir una posición en CEPU**. Esto último lo vemos justificado en 2 razones, **i)upside relativo de CEPU vs PAMP, ii) una mejor diversificación intra-sectorial.**

Recomendación: HOLD / Slight UW PAMP

Estrategia SMEF – Análisis Equity Non-Financials – Main takeaways

Recomendaciones específicas:

- **TS:** el procesamiento de Paolo Rocca (CEO del Grupo Techint) a fines del mes de noviembre profundizó la brusca caída del precio de las acciones de Tenaris, que ya venían afectadas por la apreciación del tipo de cambio y la caída del precio del petróleo.

En las últimas horas, Morgan Stanley redujo su previsión esperando un costo medio para el Brent en 2019 de USD 61.00 frente a los USD 69.00 de su estimación anterior, mientras que para 2020 se lo espera cercano a los USD 65.00. China redujo su cuota de importación del commodity para 2019, lo que podría indicar una desaceleración en el crecimiento de la demanda en el mayor importador de petróleo del mundo.

El caso sigue siendo atractivo a nivel fundamental. Dicho esto, **nuestra recomendación de sell, se basa principalmente en los problemas de gobernanza corporativa** actuales (escándalo de los cuadernos) y posibles problemas de esta índole en un futuro cercano. Anteriormente mantuvimos el nombre en hold, ya que basados en un análisis técnico, era razonable esperar un mejor punto de salida, punto que consideramos que en esta semana alcanzó.

Recomendación: SELL

Estrategia SMEF – Análisis Fixed Income

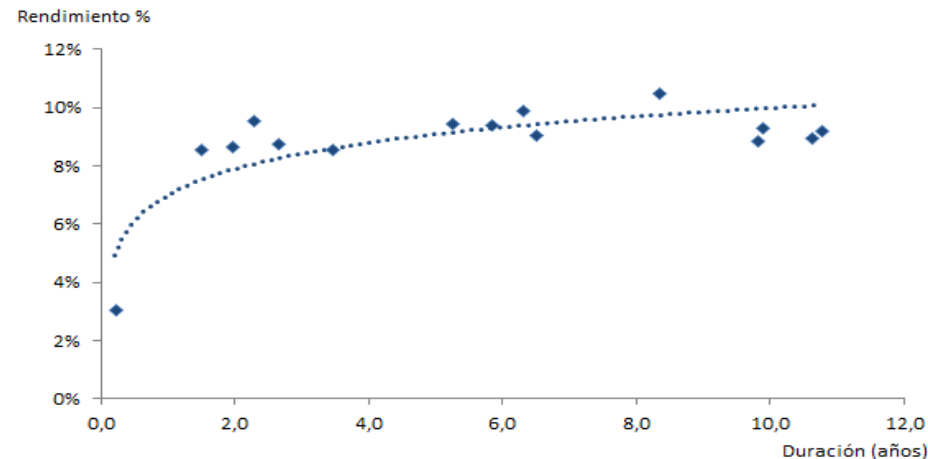
- En las últimas semanas, observamos una fuerte recuperación de los activos argentinos, principalmente impulsada por el contexto internacional.
- El riesgo país disminuyó casi 200 puntos, de 829, alcanzado el 27 de diciembre de 2018 a 636 el 5 de febrero de 2019. Pese a esta caída, seguimos teniendo una diferencia de entre 100 y 250 puntos con otros países como Egipto (503), India (491) y Turquía (394). El EMBI+, también al 5 de febrero, se ubicó en 377 y el riesgo de LATAM (sin considerar Argentina ni Venezuela) en 194. Los CDS a 5 años para nuestro país también tuvieron una caída de 200 puntos, de 778 a 566.
- La baja de tasas de interés impulsada por el BCRA a través de sus instrumentos (tasa de referencia) desalienta la inversión en algunos activos tales como LECAPs.

Ajustable CER	05/02/19	10/01/19	19/12/18	12/11/18	12/10/18	03/10/18
BONCER 21 – TC21	7.60%	11.3%	12.79%	7.88%	6.90%	6.89%
BONCER 23 – TC23	8.21%	12.19%	11.31%	9.13%	7.68%	7.21%
BD + Spread	05/02/19	10/01/19	19/12/18	12/11/18	12/10/18	03/10/18
Bonar 19 - AMX9	44.94%	55.98%	57.69%	63.00%	58.99%	51.18%
Bocon 22 - PR15	56.63%	61.80%	70.72%	71.33%	66.28%	57.22%
Bonar 22 - AA22	51.74%	58.24%	65.36%	66.79%	61.36%	57.76%

Estrategia SMEF – Análisis Fixed Income

Ajustable CER	05/02/19	10/01/19	19/12/18	12/11/18	12/10/18	03/10/18
BONCER 21 – TC21	182.90	165.60	155.00	160.00	155.50	152.80
BONCER 23 – TC23	127.00	107.40	107.00	106.50	106.50	106.50
BD + Spread	05/02/19	10/01/19	19/12/18	12/11/18	12/10/18	03/10/18
Bonar 19 - AMX9	108.50	105.00	101.90	109.00	105.00	103.40
Bocon 22 - PR15	177.00	169.85	172.20	169.40	163.90	163.55
Bonar 22 - AA22	108.00	102.20	106.15	104.90	102.00	95.00

- Una vez actualizado el análisis de la curva soberana en dólares, se observa que si bien bajaron los spreads tanto de la curva de Estados Unidos como la curva de Brazil, todavía falta bastante para terminar de llegar a niveles de principios y mediados del 2018.
- Los bonos en USD, en especial la parte más corta de la curva, por ejemplo AO20 y AY24 (bonos que poseemos en la cartera), recuperaron los niveles de finales de noviembre, alcanzando rendimientos del 8.6% y 9.7%, respectivamente



Estrategia SMEF – Análisis Fixed Income

- Pese a que se están corrigiendo algunos desequilibrios macroeconómicos del país, todavía no se ha logrado bajar significativamente la inflación; por el contrario, durante el primer trimestre de 2018 se pronosticaba una inflación alrededor del 25% y terminó en más del 47%. Además, no se ha logrado salir de la recesión y la recuperación que pueda darse en la economía real es probable que sea lenta y no se observe no sólo un efecto inmediato sino también que esto puede tener un fuerte impacto en el humor social.
- Es de esperar que continúe cierta volatilidad ya que todavía existe incertidumbre tanto en el panorama internacional como local, producto del cambiante escenario económico, pero sobre todo político, dadas las elecciones a finales de este año en nuestro país
- Siendo que aún se esperan meses con inflación (proyecciones para este año rondan entre 28% y 34%) y un dólar contenido entre las bandas acordadas según el programa con el FMI (al menos hasta mediados del próximo trimestre), recomendamos mantener las tenencias de renta fija.
- Teniendo presente que en marzo próximo vencerá nuestra tenencia de AMX9, seguiremos monitoreando los rendimientos, tanto en US\$ como en pesos, y cuáles son las expectativas del mercado de cara a las PASO. En función de nuestra lectura, propondremos reinvertir dichos fondos y podremos, llegado el caso, reacomodar las asignaciones que hasta ahora mantenemos.

Estrategia SMEF – Análisis Fixed Income

Análisis al 06/02/2019

	AO20	AA21	AY24	A2E2	A2E3	AA25	AA26	A2E7	DICY **	AL28	AA37	AA46	PARY ***	AE48	AC17
Emisión	08/10/15	22/04/16	07/05/14	26/01/17	11/01/18	18/04/17	22/04/16	26/01/17	31/12/03	11/01/18	18/04/17	22/04/16	31/12/03	11/01/18	28/06/17
Vencimiento	08/10/20	22/04/21	07/05/24	26/01/22	11/01/23	18/04/25	22/04/26	26/01/27	31/12/33	11/01/28	18/04/37	22/04/46	31/12/38	11/01/48	28/08/17
Cupón	8,000%	6,875%	8,750%	5,625%	4,625%	5,750%	7,500%	6,875%	8,280%	5,875%	7,625%	7,625%	2,500%	6,875%	7,125%
	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Emitido*		4.500		3.250	1.750	814,3	6.500	3.750		4.250,0	872,4	2.750		3.000	2.750
Amortiz.	Bullet	Bullet	Amortizing	Bullet	Bullet	Amortizing	Bullet	Bullet	Amortizing	Bullet	Amortizing	Bullet	Amortizing	Bullet	Bullet
Precio	101,8	98,4	100,3	92,1	87,4	79,6	92,1	86,0	126,8	81,1	79,5	85,5	60,9	79,0	78,0
Duración	1,6	2,1	2,4	2,8	3,6	4,4	5,5	6,2	6,7	6,8	8,7	10,5	10,2	11,3	11,4
YTM	8,6%	8,8%	9,7%	8,8%	8,6%	11,7%	9,5%	9,5%	10,1%	9,1%	10,6%	9,4%	9,1%	9,0%	9,3%
-350	10,5%	12,5%	16,6%	18,4%	21,0%	28,0%	26,9%	33,7%	37,5%	18,1%	43,7%	54,3%	49,1%	63,2%	70,8%
-300	10,2%	11,9%	15,7%	17,4%	19,5%	26,0%	24,2%	30,5%	33,8%	15,0%	38,0%	45,9%	42,2%	53,8%	58,9%
-250	9,9%	11,3%	14,8%	16,5%	18,1%	24,1%	21,5%	27,4%	30,2%	12,1%	32,6%	38,4%	35,7%	45,4%	48,7%
-200	9,6%	10,8%	13,9%	15,5%	16,7%	22,2%	18,9%	24,4%	26,8%	9,2%	27,5%	31,4%	29,6%	37,7%	39,8%
-150	9,3%	10,2%	13,0%	14,6%	15,3%	20,4%	16,4%	21,6%	23,5%	6,5%	22,8%	25,1%	24,0%	30,7%	32,1%
-100	9,0%	9,6%	12,2%	13,7%	13,9%	18,6%	13,9%	18,8%	20,4%	3,9%	18,3%	19,3%	18,6%	24,4%	25,2%
-50	8,6%	9,1%	11,3%	12,8%	12,6%	16,9%	11,6%	16,1%	17,4%	1,4%	14,2%	14,0%	13,6%	18,6%	19,2%
0	8,3%	8,5%	10,5%	11,9%	11,3%	15,2%	9,3%	13,5%	14,5%	-1,1%	10,2%	9,1%	8,9%	13,3%	13,7%
50	8,0%	8,0%	9,7%	11,0%	10,0%	13,5%	7,0%	11,0%	11,7%	-3,4%	6,5%	4,6%	4,5%	8,4%	8,8%
100	7,7%	7,5%	8,9%	10,1%	8,7%	11,9%	4,9%	8,5%	9,1%	-5,7%	3,0%	0,4%	0,3%	4,0%	4,4%
150	7,5%	7,0%	8,1%	9,3%	7,4%	10,3%	2,8%	6,2%	6,6%	-7,9%	-0,3%	-3,4%	-3,6%	-0,1%	0,4%
200	7,2%	6,4%	7,3%	8,4%	6,2%	8,7%	0,8%	3,9%	4,1%	-10,0%	-3,4%	-7,0%	-7,2%	-3,9%	-3,2%
250	6,9%	5,9%	6,6%	7,6%	5,0%	7,2%	-1,2%	1,7%	1,8%	-12,0%	-6,3%	-10,2%	-10,7%	-7,3%	-6,6%
300	6,6%	5,4%	5,8%	6,7%	3,8%	5,7%	-3,1%	-0,4%	-0,5%	-14,0%	-9,1%	-13,3%	-14,0%	-10,5%	-9,7%
350	6,3%	4,9%	5,1%	5,9%	2,6%	4,3%	-5,0%	-2,5%	-2,6%	-15,9%	-11,7%	-16,1%	-17,1%	-13,5%	-12,5%

* en millones de USD, monto original

** cupón capitalizable hasta 2013

*** Cupón Creciente de frecuencia semestral, pagaderos el 31-mar y 30-sep; y el último el 31-dic-38.

(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 1,33%

(2) Del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 2,50%

(3) Del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 3,75%

(4) Del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 5,25%

Estrategia SMEF – Análisis Financials

- Las Leliqs tuvieron un papel muy importante en los resultados y los próximos balances deberían tener una mejora considerable en el sector bancario (ya tuvieron en el 3Q 2018 pero deberían seguir mejorando para el próximo balance). Destacamos a Banco Macro que es el que más debería haberse visto beneficiado dado que es uno de los bancos que destina mayor porcentaje en activos financieros.
- La venta de Prisma debería mejorar sustancialmente los balances del sector financiero, principalmente GGAL que tenía un share de casi 16%, seguido por BMA con share de 7,6%
- Por lo menos hasta el último balance, Banco Macro había seguido una estrategia de short dollar (posición negativa en dólares), que venía perjudicando los resultados de los últimos balances. De haberse mantenido la estrategia, como esperamos, debería tener aparejada un muy buen resultado en el próximo balance a presentar.
- Por fundamentals, SUPV es la más barata (aunque por el target de clientes que tiene es otro nivel de riesgo). Es por esta razón que sugerimos mantener la posición en dicho papel.
- Le sigue BMA, aunque tiene aparejado cierto riesgo político. No obstante, por las cuestiones mencionadas anteriormente, sugerimos mantener la posición en el papel.
- GGAL, valuado por fundamentals, resulta cara. Si bien puede tener un potencial upside por flujo a emergentes, no creemos que sea lo suficiente para justificar la compra del papel en estos niveles.

Estrategia SMEF – Análisis Financials

- Datos al 08/02/2019

Ticker	PN	Total Activo	PN/Activos	P/E	P/BV	ROE	ROA
BMA	50.926,6	311.146,0	16,37%	10,74	2,85	26,50%	4,34%
GGAL	46.337,1	424.654,6	10,91%	18,18	4,19	23,04%	2,51%
FRAN	28.379,6	333.982,4	8,50%	12,65	3,61	28,53%	2,42%
BHIP	9.260,9	83.165,1	11,14%	10,34	2,26	21,86%	2,43%
BPAT	14.268,4	134.742,4	10,59%	6,41	2,03	31,67%	3,35%
BRIO	32.696,7	408.521,9	8%	6,63	1,38	20,80%	1,67%
SUPV	16.220,0	146.122,7	11,10%	13,87	2,32	16,72%	1,86%

Recomendación de Trade al 08-02-2019:

1) VENDER la posición en Tenaris (TS) COMPLETA y con el producido ingresar en Petrobras (APBR)

2) VENDER 25% de nuestra posición en Pampa Energía (PAMP) y con el producido ingresar en Central Puerto (CEPU)

Dado que la dirección de la Universidad ha definido el corte de evaluación de performance del SMEF al 28 de febrero de 2019, con posterioridad a esta fecha se procederá a presentar una nueva minuta informando la evolución del SMEF contra su benchmark de acuerdo a lo solicitado