

Informe de Oportunidades en Renta Variable para Argentina & Latam

Una síntesis seleccionada de la visión de Bancos de Inversión

Cuadro de Recomendaciones en base a informes de Bancos de Inversión

(Datos al 10-Nov-2017)

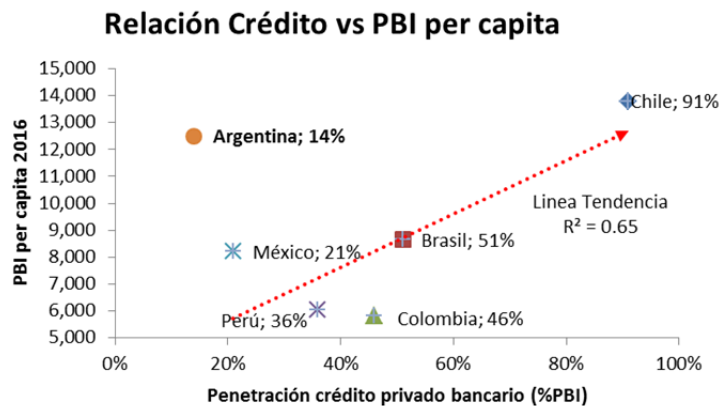
Nombre	Indicación	Cotización Local		Cotización ADR		7 días	30 días	2017	1 año	P/E		EV / EBITDA		Recomendaciones		
		Moneda	último dato	Moneda	último dato	Variación en dólares				2017*	2018*	2017*	2018*	% Compra	% Venta	# de Analistas
Argentina																
Bancos																
Banco Galicia	Mantener	ARS	93,1	USD	53,2	0,0%	0,1%	98,3%	84,3%	17,0	14,0	n.d	n.d	25%	17%	12
Supervielle	Comprar	ARS	88,5	USD	25,1	-3,9%	5,3%	97,0%	71,1%	15,2	11,1	n.d	n.d	50%	13%	8
Banco Macro	Comprar	ARS	206,6	USD	118,9	-1,3%	-3,9%	83,9%	63,6%	15,0	13,4	n.d	n.d	36%	14%	14
Banco Francés	Mantener	ARS	123,0	USD	21,1	-1,1%	-1,2%	21,9%	14,5%	16,7	13,5	n.d	n.d	56%	0%	9
Energía																
TGS	Comprar	ARS	71,5	USD	20,4	-3,6%	-5,1%	119,1%	188,2%	23,0	13,0	10,9	5,8	83%	0%	6
Transener	Comprar	ARS	42,9	-	-	6,6%	1,4%	158,2%	262,5%	11,5	8,6	6,8	5,7	33%	33%	6
Edenor	Comprar	ARS	37,7	USD	42,8	-4,9%	1,8%	65,0%	65,8%	29,2	10,7	13,5	5,2	50%	0%	6
Pampa	Comprar	ARS	45,9	USD	65,5	-3,6%	-2,7%	88,4%	95,7%	29,7	14,6	7,4	5,1	50%	0%	6
YPF	Comprar	ARS	407,0	USD	23,5	-7,6%	0,8%	40,1%	42,8%	39,7	17,6	4,3	3,6	88%	0%	17
Central Puerto	Comprar	ARS	31,0	-	-	3,3%	-1,1%	27,9%	34,8%	18,0	15,2	14,3	11,0	100%	0%	3
Alimentos																
San Miguel	Comprar	ARS	122,3	ARS	122,3	-3,7%	-6,3%	-5,9%	0,0%	126,7	32,5	16,3	9,4	75%	0%	4
Telefonía & Cable																
Telecom	Comprar	USD	117,2	USD	33,5	-1,1%	6,4%	81,1%	83,0%	11,4	10,0	6,2	5,6	40%	10%	10
Latam																
Arcos Dorados	Comprar	-	-	USD	10,5	2,7%	7,4%	94,9%	86,3%	25,7	25,9	9,4	8,6	75%	0%	4
Brasil																
Petrobras	Comprar	BRL	16,7	USD	10,8	0,7%	2,8%	6,4%	4,1%	15,5	10,9	5,7	5,2	47%	12%	17
Braskem	Comprar	BRL	49,7	USD	30,5	-0,6%	6,7%	45,5%	71,1%	8,9	11,5	4,3	4,9	73%	0%	11
Netshoes	Comprar	-	-	USD	9,6	-5,4%	-28,7%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	352,4	24,0	75%	0%	4
Cielo	Comprar	BRL	22,9	USD	7,1	-3,7%	4,0%	1,8%	-9,2%	15,0	14,3	13,3	12,5	28%	17%	18
Vale	Comprar	BRL	32,8	USD	10,0	-0,6%	2,1%	35,9%	30,2%	8,1	10,0	5,1	5,9	40%	10%	30
Gerdau	Comprar	BRL	10,4	USD	3,1	-3,5%	-9,2%	-3,9%	-19,0%	19,7	14,0	7,5	6,2	59%	6%	17
Mexico																
Mexichem	Comprar	MXN	49,7	USD	5,0	-1,8%	2,5%	16,5%	18,5%	17,4	13,4	8,3	7,5	89%	0%	19
Alpek	Comprar	MXN	20,1	USD	1,0	-0,7%	4,0%	-5,8%	-20,1%	20,2	14,7	8,6	6,8	40%	15%	20
Ternium	Comprar	MXN	538,6	USD	28,4	-3,1%	-6,1%	22,6%	21,3%	6,6	7,6	4,9	4,8	73%	0%	15

Fuente: Elaboración propia en base a informes de Research y Bloomberg

Argentina

Sector Bancos

En caso que la Administración de Macri consiga ir corrigiendo los desbalances macro de la Argentina los bancos tendrán una excelente oportunidad para crecer en volumen a mediano plazo, ya que tienen los ratios de penetración, tanto de crédito como de depósitos, más bajos de la región. El gráfico a continuación señala con claridad que Argentina tiene potencial para aumentar significativamente la penetración del crédito, especialmente cuando se considera su PBI per cápita.



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial

Aprovechando el contexto de crecimiento del mercado de capitales y el fuerte aumento en el precio de sus paquetes accionarios los bancos encararon ampliaciones de capital: Macro, Francés, Supervielle y Galicia ya lo han llevado a cabo. Estas ampliaciones de capital tienen como objetivo principal permitir a las entidades ampliar su stock de crédito sin poner en riesgo su capitalización.

Este sector se enfrenta a tres desafíos importantes: i) Evitar una caída significativa en el margen neto de intermediación financiera a medida que caiga la inflación en los próximos años; ii) la mayor competencia que implica los nuevos medios de pago impulsados por el BCRA (DEBIN y PEI); iii) la reducción en comisiones de tarjetas de crédito y débito.

Banco Macro:

- **Visión:** Banco Macro posee, en base a los estados contables del segundo trimestre, la relación entre Patrimonio Neto y Activos más altas del sistema financiero (19%). Esto también se traduce en un exceso de capital regulatorio de 2,2 veces.

Esta situación implica un arma de doble filo en tanto que un exceso de capitalización le brinda la oportunidad de una fuerte expansión sin poner en riesgo a la entidad, pero limita el retorno del patrimonio. Otro destino de este exceso de capital podría ser la adquisición del Banco Patagonia cuyas negociaciones se reanudaron hacia finales de octubre.

Tiene un margen de interés neto de los más elevados del sistema, sólo superado por Supervielle, pero sigue sosteniendo uno de los ratios de incobrabilidad más reducidos siendo sólo superado por el Banco Francés. Parte importante de este resultado responde a que tiene una de las posiciones más importantes en Lebacs entre de los bancos privados.

- **Principales Sensibilidades:** tipo de cambio de Argentina, crecimiento de Argentina y capacidad de sostener los márgenes netos de intermediación.

Banco Galicia:

- **Visión:** Culminó un proceso de ampliación de capital de alrededor de USD 650 millones cuyo objetivo principal es capitalizar la entidad para permitir satisfacer la expansión tanto de sucursales como de crédito esperada en los próximos años.

Grupo Financiero Galicia, con el fin de mostrar mejores ratios de calidad para el Banco Galicia decidió retirar Tarjetas Regionales del balance del Banco y colocarla directamente en su balance. Para los accionistas el efecto es neutro ya que la acción cotizante es el del Grupo y no del Banco. No obstante, esta maniobra le va a permitir al Banco Galicia mostrar mejores ratios de calidad ya que Tarjetas Regionales tiene sólo el 21% de los créditos del Grupo Financiero Galicia pero el 52% de su cartera irregular.

El Grupo Financiero Galicia es, dentro de los bancos privados, quién posee la mayor cartera de tarjetas de crédito. Una porción de esta exposición la tiene a través de Tarjetas Regionales, empresa en la que el Grupo planea aumentar su participación en el corto plazo, aunque ya posee el 77%. Respecto a esta última, en el *roadshow*, los representantes del Grupo destacaron que uno de los puntos más interesantes es el negocio de adquisición (desde el punto de vista de tarjetas de crédito) de comercios, ya que a partir del fin de monopolio de Prisma esta actividad será más rentable.

- **Principales Sensibilidades:** tipo de cambio de Argentina, crecimiento de Argentina y capacidad de sostener los márgenes netos de intermediación.

Banco Supervielle:

- **Visión:** Cerró su OPA a un precio de 4 USD por acción local (20 USD por ADR) la segunda semana de septiembre. Aproximadamente el 70% de la OPA fue emisión primaria mientras que la demanda provino principalmente de fondos del exterior (86%). El monto total de la emisión primaria, considerando también el green shoe, fue de USD 342 millones. De esta forma, el free float pasó a más de 63%. Patricio Supervielle dejó de poseer más del 50% del capital el banco, pero aún tiene el 70% del poder de votos.

Esta nueva emisión de capital le permitiría al banco hacer frente a una expansión en su cartera de crédito sin comprometer ratios de capital. Justamente, uno de los puntos más destacados del Banco Supervielle es que su capacidad, vía una estrategia agresiva, de ganar participación de mercado en los últimos años.

El grupo presentó un resultado fuerte en el segundo trimestre debido a una mejora en los ingresos financieros netos y comisiones. Otro dato favorable es que los ingresos por comisiones crecieron por sobre los gastos administrativos dando por resultado una mejora en el ratio de eficiencia del banco.

- **Principales Sensibilidades:** tipo de cambio de Argentina, crecimiento de Argentina y capacidad de sostener los márgenes netos de intermediación.

Banco Francés:

- **Visión:** Presentó una pérdida en su estado de resultados del segundo trimestre debido a que el Banco Central le obligó a generar una provisión por ARS 1.200 millones por el juicio iniciado a la AFIP para no pagar impuesto a las ganancias sobre la inflación.

Preocupa la pérdida de *market share* en créditos, ya que el crecimiento en créditos en el segundo trimestre fue de sólo 8% trimestral, mientras que el sistema creció 12%. Actualmente tiene el 7% de market share en créditos al sector privado. También es un tema que en el último semestre tuvo uno de los ROE –rentabilidad sobre equity- más reducidos entre los bancos privados con cotización pública de acciones.

Posibles catalizadores del precio de la acción del banco podrían una adquisición importante o bien que la campaña agresiva para adquirir cliente comience a dar resultados.

- **Principales Sensibilidades:** tipo de cambio de Argentina, crecimiento de Argentina y capacidad de sostener los márgenes netos de intermediación.

Telecomunicaciones

Fusión Cablevisión y Telecom – Comprar TECO:

- **Acuerdo preliminar fusión Telecom Argentina (TECO) y Cablevisión:** anunció un acuerdo preliminar para fusionarse con Cablevisión. Como resultado de la absorción, Telecom retendrá el 45% del capital social, mientras que los accionistas de Cablevisión –CVH y Fintech Media LLC con el 60% y 40% respectivamente- recibirían una participación total en Telecom Argentina equivalente al 55% de su capital.

Telecom Argentina va a realizar una emisión de acciones para canjear a los tenedores de acciones de CVH. Va a entregar 1.184,5 millones de acciones que representan el 55% del capital social de Telecom Argentina a cambio de Cablevisión. Esto implica que el 60% de esas acciones se canjearían por las 180,64 millones de acciones de Cablevisión de CVH, de esta forma la relación de canje es de 3.93 acciones de CVH por cada acción de TECO.

- **Visión:** Telecom Argentina, post fusión, se convertiría en el primer y único operador de cuádruple play (cable, Internet, teléfono fijo y móvil) de Argentina. Además, tendría alrededor de un tercio de los mercados de Líneas Fijas, Líneas móviles, Televisión de Cable y la mitad de los clientes de Banda Ancha. Esto permitiría sinergias tanto por el ahorro de costos como por la posibilidad de aumentar la oferta de servicios y de reducir la tasa de salida de usuarios (*churn rate*).
- **Principales Sensibilidades:** El principal riesgo que tiene esta transacción es regulatorio. El acuerdo fue anunciado el 31 de agosto y el ENACOM (Ente Nacional de Comunicaciones) tiene 90 días (se cumplen el 30 de noviembre) para comentar acerca de la operación, en caso que no realice comentarios la fusión se considera formalmente aprobada.
- **Preferimos adquirir participación en la fusión vía TECO** antes que CVH por diferencias en liquidez, aunque hay que monitorear posibles desvíos en la relación de canje de 3,93 acciones de CVH por cada acción de TECO.

Energía

La creación del programa de gas no convencional, a través de la Resolución 46 del Ministerio de Energía, oficializó el estímulo estatal al desarrollo de reservorios no convencionales en la Cuenca Neuquina. Este programa garantiza a las petroleras un precio por el gas no convencional de 7,5 USD/mmbtu en 2018, 7 USD/mmbtu en 2019, 6.5 USD/mmbtu en 2020 y 6 USD/mmbtu en 2021.

Por el lado del petróleo, se destaca que se oficializó el fin del precio “cuidado” de barril criollo que garantizaba a las petroleras un precio sostenido. La liberalización del mercado implica una caída de aproximadamente 5% en el precio en dólares del barril doméstico.

Hay 2 licitaciones pendientes de generación eléctrica para 2017: i) Licitación de energías renovables (Renovar 2), que ya ha sido lanzada y ii) Licitación de energía convencional (principalmente ciclos combinados) que sería lanzada hacia fin de año.

La fuerte victoria de Cambiemos, tanto a nivel nacional como en la Provincia de Buenos Aires, junto con el pobre desempeño y atomización del peronismo sugieren una elevada probabilidad de re-elección de Cambiemos en 2019. Esto último otorga ciertas garantías al mercado de que los cambios regulatorios en el sector energético no sólo no retrocederían sino que seguirían avanzando.

Pampa Energía:

- **Descripción breve:** Es una empresa líder de energía integrada en Argentina. Controla activos en: i) Los tres principales segmentos del mercado de electricidad (Generación, Transmisión, Distribución); ii) Transporte de gas natural (a través de TGS); iii) O&G, tanto upstream como downstream, a través de Petrolera Pampa y los antiguos activos de Petrobras Argentina. Se convierte así en una excelente opción para seguir capitalizando la normalización del sector.
- **Visión:** A través la adquisición de Petrobras Argentina se convirtió en el tercer generador del país con un *market share* del 10,2% y una capacidad instalada de 3.433 MW, de los cuales el 73% es energía “vieja” y 27%, energía “nueva”. Recordemos que en Argentina aún prima el concepto de “energía vieja” versus “energía nueva” en donde la primera es remunerada sustancialmente por debajo de la segunda.

El sector de “energía vieja” se ve beneficiado por la Resolución 19/2017 de la Secretaría de Energía Eléctrica que aumenta y dolariza el pago por potencia. Además, a diferencia de la generación en otros países, el combustible es provisto directamente por Cammesa por lo que no impacta en los ingresos netos de las centrales.

Esta adquisición implica también una oportunidad ya que le permite un mayor acceso a áreas con recursos no convencionales.

En la segunda ronda de licitación de energía, por co-generación y cierre de ciclos abiertos, Pampa fue adjudicada con 370 MW de potencia. Esto incrementaría su potencia instalada en 11%, además se elevaría el ratio de energía “nueva” versus “vieja”. El contrato con Cammesa es de 15 años con un precio de 28,5/MWh por energía entregada, recordemos que el combustible lo provee aún Cammesa.

Absorción de Petrolera Pampa: se decidió hacia finales de setiembre. Se estableció una relación de canje de 2,2699 acciones de Pampa por cada acción de Petrolera Pampa. Esta operación implicará una emisión de acciones que generará una dilución del 7% para los accionistas de Pampa, aunque se espera que implique una mayor eficiencia en el área de explotación de hidrocarburos de Pampa.

- **Principales Sensibilidades:** Regulación del sistema energético, Precio del Gas y Petróleo, Resultados de futuras licitaciones eléctricas.

YPF:

- **Descripción breve:** YPF es una compañía petrolera integrada dedicada a exploración y producción de petróleo crudo y gas natural, así como refinación y distribución de combustibles. La compañía está controlada por el Gobierno Argentino.
- **Visión:** La compañía sigue priorizando proyectos gasíferos por sobre los petroleros, especialmente enfocándose en los reservorios no convencionales (shale & tight gas). Prosigue el avance en la curva de aprendizaje, de acuerdo con el estado de resultados el costo de un pozo horizontal cayó un 20% adicional en el primer semestre del año. La firma espera hacia 2022 cambiar su mix de producción de O&G desde 72% convencional y 28% no convencional hasta 44% y 56%, respectivamente.

El management estima un crecimiento de la producción de O&G del 25% hasta el 2022, es decir a un ritmo de 5% anual. Recordamos que en el corriente año se espera una merma del -3,5% a/a por situaciones climáticas, sindicales y de mercado.

Con el objetivo de seguir reduciendo el apalancamiento de la firma, YPF sigue avanzando con éxito en la búsqueda de incorporar socios estratégicos en sus áreas de recursos no convencionales. La idea principal es que los socios aporten la mayor parte del capital para realizar las inversiones, mientras que YPF se enfoca en la operatoria y otorga participación en sus concesiones. La posible venta de Metrogas ayudaría a reducir más rápido el apalancamiento de la firma, lo que podría dar como resultado la posibilidad de aumentar sus inversiones. El plan es llevar el apalancamiento a 1,5X Deuda /Ebitda hacia 2022.

YPF sigue apostando por el desarrollo de su negocio de generación eléctrica tanto térmico como renovable, negocios que aportarían una interesante TIR al portfolio. Esta línea de negocio es interesante a mediano plazo considerando que el desarrollo de Vaca Muerta podría implicar que empiece a “sobrar gas” en el verano, por lo que la integración vertical en generación térmica podría asegurar un precio competitivo para el gas excedente de YPF, además de ayudar a sortear cuellos de botella logísticos por saturación de gasoductos. YPF resultó adjudicada con 270 MW de potencia en la segunda ronda de la licitación de co-generación y cierre de ciclos abiertos, esto implica un aumento de 35% de su capacidad instalada actual.

De acuerdo con el plan quinquenal (2018-2022) presentado recientemente por la firma estiman un free cash flow positivo que en adelante les permitirá distribuir un dividendo de 3% anual a partir de 2019. Recordamos que aún está pendiente la distribución del dividendo de este año que fuera suspendido por un covenant ante el resultado negativo del 2016.

- **Principales Sensibilidades:** El precio de la acción de **YPF** sigue afectado por el Juicio que la compañía está enfrentando en EEUU. Un fondo de inversión le compró al Grupo Petersen Energía el derecho a litigar contra YPF alegando que la Compañía no extendió una oferta a los minoristas después de adquirir el 51% a Repsol. Este juicio podría ascender a los USD 3.000 millones. Los precios de referencia de los analistas tienen implícito una resolución favorable de este conflicto.

Central Puerto:

- **Descripción:** Central Puerto es una generadora argentina de energía eléctrica que se fundó en 1992. Cuenta con una potencia instalada 3.791 MW que representa un 11% del Sistema Argentino de Interconexión (SADI) y a su vez un 16% de la potencia instalada de los generadores privados. El 1 de enero de 2016 concluyó una fusión mediante la compra de tres firmas locales: Hidroneuquén S.A. (HDNQ), Operating S.A. (Operating) y Sociedad Argentina de Energía S.A. (Sadesa).
- **Visión:** es una firma muy expuesta a riesgos regulatorios en tanto que la mayoría de sus ingresos dependen de energía que se vende en forma exclusiva a Cammesa.

La clave para el crecimiento de las firmas de generación eléctrica es que vayan obteniendo resultados favorables en las licitaciones, ya que esto permite expandir su negocio con una elevada tasa de rentabilidad. Recordemos que en Argentina aún prima el concepto de “energía vieja” versus “energía nueva” en donde la primera es remunerada sustancialmente por debajo de la segunda.

En la licitación para cerrar Ciclos Abiertos y Co-generación Central Puerto resultó adjudicada con sus dos proyectos presentados por una potencia aproximada de 400 GW.

- **Principales Sensibilidades:** Regulación del sistema energético, resultados de futuras licitaciones eléctricas.

Servicios Públicos

La finalización de las Revisiones Técnicas Integrales (RTI) volvió a colocar a las empresas de servicios públicos dentro del asset class de empresas que tienen ingresos previsible y son menos sensibles al ciclo económico. Las cláusulas de ajustes de costos permiten asegurar que su flujo de fondos no pierda terreno frente a la inflación. Al igual que dentro del sector energético, el destacado resultado electoral de cambios en octubre 2017 otorga

ciertas garantías al mercado de que los cambios regulatorios en el sector no sólo no retrocederían sino que seguirían avanzando.

Edenor:

- **Descripción:** es la mayor distribuidora de electricidad de la Argentina en términos de números de clientes y de electricidad vendida (tanto en GWh como en pesos). Tiene una concesión para distribuir electricidad en forma exclusiva en el noroeste del Gran Buenos Aires y en la zona norte de la Ciudad de Buenos Aires, lo que comprende una superficie de 4.637 kilómetros cuadrados y una población de aproximadamente siete millones de habitantes. La Compañía opera su negocio en un segmento altamente regulado. Las tarifas y los demás términos de su concesión se encuentran sujetos a la regulación del gobierno argentino, actuando a través de la Secretaría de Energía y el Ente Nacional Regulador de la Electricidad, o ENRE
- **Visión:** La Revisión Técnica Integral (RTI), Resolución 63/2017 del ENRE, otorgó a **Edenor** un aumento total en su tarifa de distribución del 98% (42% en febrero pasado, se espera 19% en noviembre y 17% en febrero de 2018). Asimismo, el nuevo cuadro tarifario se ajusta en forma semestral de acuerdo a la inflación acumulada en cada período. En este caso, la fórmula de ajuste contempla en un 54,4% el índice salarial nivel general, en un 24,9% el índice de precios mayoristas y en un 20,7% el de precios al consumidor.

Edenor posee una estructura de ingresos que realza su valor ya que puede brindar un flujo de fondos más predecible y menos cíclico, porque a diferencia de otras distribuidoras de la región, no actúa como trader de energía eléctrica sino que cobra un peaje.

Un **nuevo factor para tener en cuenta** es que ante los aumentos en el precio de la energía estacional, cada vez le resulta más costoso a Edenor las pérdidas de energía. Actualmente el nivel de pérdida de energía alcanza 14,9%, siendo que sólo la mitad de ese guarismo es considerado “pérdida técnica”, mientras que el resto se deba probablemente al uso clandestino de la electricidad y/o a errores administrativos.

- **Principales Sensibilidades:** Principalmente son regulatorios. Tipo de cambio.

Transener:

- **Descripción:** Es la firma argentina líder en transporte de energía eléctrica de alta tensión. La firma posee la red nacional de transporte de energía eléctrica de alta tensión, que comprende casi 8.800 km de líneas. Otros 5.500 km de la red de distribución pertenecen a su compañía filial TRANSBA S.A. (Empresa de transporte de energía eléctrica por distribución troncal de la Provincia de Buenos Aires S.A.).
- **Visión:** recibió su RTI vía las Resoluciones del ENRE 66/17 y 73/17. Estas resoluciones habilitaron un aumento de aproximadamente 100% en las tarifas de la firma. A pesar del aumento, Transener interpuso un recurso pidiendo un aumento adicional del 28%, del cual sólo se reconoció un aumento del 8% para Transener y Transba. A pesar de que el aumento fue menor al pedido, la noticia es positiva para la firma.
- **Principales Sensibilidades:** Cambio en regulaciones. Tipo de cambio.

TGS:

- **Descripción:** Los 9.133 km de extensión de los gasoductos hacen de TGS la mayor transportista de gas de América Latina. Es una la empresa líder en producción y comercialización de líquidos de gas natural tanto para el mercado local como para el de exportación. El sistema de transporte conecta las cuencas de gas Neuquina, San Jorge y Austral, al sur y oeste del país, con el Gran Buenos Aires, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y los principales puntos de consumo del sur argentino.
- **Visión:** aumentará su tarifa promedio un 214% (RTI aprobada por Resolución 4362/2017 ENARGAS) respecto al cuadro tarifario vigente desde octubre 2016 que ya contemplaba un aumento de 200%. El aumento se distribuyó de forma escalonada completándose en abril de 2018 (64% en abril, 53% en diciembre y 25% en abril de 2018). También tiene cláusula de ajuste por evolución de costos como todo el resto de las RTI de Gas y Electricidad.

A diferencia de Edenor y Transener, **TGS** posee el negocio regulado y uno no regulado en donde procesa gas para producir líquidos asociados. Se espera que este negocio represente entre el 20% y 25% de los ingresos totales a partir de 2018, cuando se empiecen a normalizar los ingresos de la compañía. Es importante destacar que la rentabilidad del negocio depende por el lado de los insumos del precio del gas local, mientras que por el lado de los ingresos depende del precio internacional del petróleo, por lo que resultaría más fluctuante.

El desarrollo de la oferta de gas de Vaca Muerta implicará la posibilidad de realizar ampliaciones en la red de ductos que mejorarían en el resultado esperado.

- **Principales Sensibilidades:** Cambio en regulaciones, Tipo de cambio, frenó en el desarrollo de Vaca Muerta.

Alimentos

San Miguel (Comprar):

- **Descripción:** San Miguel es una compañía multinacional con más de 60 años de experiencia en la producción y distribución internacional de cítricos frescos y procesados. Es la principal productora y exportadora de cítricos frescos del Hemisferio Sur y a su vez líder mundial en procesamiento de productos derivados de los cítricos, alcanzando el 15% de la molienda global de limón. También procesa granos y empaqueta vegetales frescos y secos. Es una empresa pública, que cotiza en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires desde el año 1998.
- **Visión:** ofrece una buena oportunidad para diversificar la cartera dentro de acciones argentinas ya que aproximadamente el 90% de sus ventas se realiza en el exterior ofreciendo frutas frescas y alimentos procesados que tienen sus cotizaciones atadas a los mercados internacionales. Además de la diversificación en las ventas, San Miguel posee plantaciones e instalaciones en Uruguay y Sudáfrica de donde obtiene el 25% de su producción ayudándole a mitigar los principales riesgos asociados a la actividad cítrica derivados de factores climáticos y fitosanitarios.

Adquisición de Agrícola Hoja Redonda (Perú): Con esta adquisición San Miguel logra diversificar aún más su base de producción e incorpora los frutos de palta y uvas, además de aumentar su participación en cítricos dulces (mandarinas). La adquisición se produjo a mediados de agosto.

Es la principal productora y exportadora de cítricos frescos del Hemisferio Sur y a su vez líder mundial en procesamiento de productos derivados de los cítricos, alcanzando el 15% de la molienda global de limón.

El resultado del segundo trimestre 2017 arrojó un margen menor al esperado debido a menor precio internacional de la fruta fresca. A su vez se espera que las ventas de fruta fresca, por factores climáticos en Tucumán, caigan 20% en volumen al cierre del 2017. A pesar de estos datos, dado que el 90% de las ventas de productos procesados se dan en el segundo semestre del año esperamos que los datos mejoren. Las ventas del primer semestre representan apenas un 33% de las ventas totales de la firma.

- **Principales Sensibilidades:** Riesgos idiosincráticos relacionados con volatilidad de la cosecha y fluctuaciones en precios internacionales.

Latam

Arcos Dorados (Consumo Masivo):

- **Descripción breve:** Es la firma que tiene el derecho de poseer, operar y otorgar franquicias de McDonalds en 20 países de América Latina.
- **Visión:** La firma sigue exhibiendo mejoras en costos y reducción de apalancamiento. El principal mercado de Arcos Dorados es Brasil, en donde las ventas y Ebitda crecieron significativamente.

La principal tesis de inversión en esta compañía se centra en la alta exposición a Brasil, que permitirá beneficiarse de su recuperación cíclica, y la confianza en el gerenciamiento que está pudiendo mostrar una mejora significativa en los resultados.

Se anunció un ambicioso plan de inversión para el período 2017-2019, el que contempla recursos por u\$s500 millones destinados principalmente a la transformación y modernización de sus locales en la región.

- **Principales sensibilidades:** Consumo Latam y Brasil, tipo de cambio BRL. Inestabilidad política en Brasil.

Brasil

Situación Brasil: La economía doméstica está comenzando a recuperarse, aunque a un ritmo aún lento, tras haber soportado dos años de caída del PBI consecutivos. La caída en la tasa de inflación le permitió al Banco Central ir reduciendo la tasa de interés de forma de favorecer una recuperación de la actividad liderada por el consumo. Respecto al crecimiento a mediano/largo plazo el gobierno está intentando introducir reformas estructurales. Uno de sus principales logros ha sido la reforma laboral aunque aún se encuentra buscando una solución para estabilizar la dinámica fiscal a mediano plazo siendo la reforma previsional el principal obstáculo.

La debilidad del gobierno y la consiguiente inestabilidad política son el principal riesgo para el actual escenario de recuperación económica.

Petrobras (O&G):

- **Descripción breve:** Es la principal firma de explotación y exploración de hidrocarburos en Brasil. Su negocio involucra también petroquímica, refinación y transporte de hidrocarburos. El estado de Brasil es el principal accionista de la compañía.
- **Visión:** Se combina un view de precios estables del petróleo a largo plazo (Brent alcanzando USD 60 por barril en 2019) con una política de márgenes de refinación de combustibles estable y una mejor administración de la empresa. Esto último permitió reducir los ratios de endeudamiento hasta dejarlos en niveles manejables merced de una adecuada política de venta de activos que aún continúa.

A esto último se suma la habilidad del nuevo management de reducir costos operativos. Esto último favorece el desarrollo y el *de-risking* –aumento de certeza respecto a potencial de un campo petrolero- de Pre-Sal cuyo *lifting cost* –costo de extracción de hidrocarburos- ya se ubican por debajo de 7 USD/BBL.

- **Principales sensibilidades:** Precio del petróleo, cambio en la política de precios de combustibles internos de Brasil, tipo de cambio BRL y aumento de certidumbre –*derisking*- en los campos de Pre-Sal. Inestabilidad política en Brasil.

Braskem (Petroquímica)

- **Descripción breve:** Braskem es una empresa que actúa en el sector petroquímico. Se destaca como el mayor productor de resinas termoplásticas en las Américas y el octavo más grande del mundo. Su producción se centra en estas últimas: polietileno (PE), polipropileno (PP) y cloruro de polivinilo (PVC), e insumos químicos

básicos, como etileno, propileno, butadieno, benceno tolueno, cloro, gaseosas, solventes, agua y vapor, entre otros.

- **Visión:** Analistas esperan que el mercado de petroquímica permanezca con oferta ajustada por lo menos hasta finales del 2018 debido a: 1) Elevado uso de capacidad instalada, cercano al 90% hasta fin del 2018; 2) Retrasos en el ingreso de nueva oferta de Etileno. A la situación de mercado ajustado se suma un bajo nivel de precio de materias primas (Etano) lo cual nos invita a esperar una mejoría en el margen de refinación en petroquímica.

Braskem es, a nuestro criterio, la acción mejor posicionada para beneficiarse de este panorama ya que cotiza con una relación EV/Ebitda 2018 de 5X mostrando un descuento versus sus pares que cotizan entre 8,5X y 9,8X.

- **Principales sensibilidades:** tipo de cambio real, precio del petróleo, inestabilidad política en Brasil.

Netshoes (consumo)

- **Descripción breve:** Netshoes es una empresa brasileña fundada en el 2000 por Marcio Kumruian. Es un conglomerado de tiendas virtuales para deporte y ocio con operaciones en Brasil, Argentina y México.
- **Visión:** Netshoes es una de las firmas de comercio electrónico de Latam con mayor proyección a futuro. Ha podido demostrar en los últimos años una expansión en volúmenes y márgenes debido al Marketplace – *Netshoes creó una especie de shopping virtual en donde diferentes marcas ofrecen sus productos*- creado y a la penetración de su marca.

La mayor proporción de sus ventas se centran en Brasil por lo que es también una forma de beneficiarse por su recuperación cíclica.

Es importante destacar que es una firma que aún no ha mostrado ganancias, por lo que la exposición a la misma es de alto riesgo aunque el upside esperado más que compensa ese riesgo.

- **Principales sensibilidades:** Crecimiento del consumo en Brasil e inestabilidad política en Brasil.

Cielo (Consumo):

- **Descripción breve:** Es una firma que brinda el servicio operativo de tarjetas de crédito y débito de diferentes marcas y emisoras a comercios (adquirencia de comercios).
- **Visión:** A mediano plazo se espera que prosiga la expansión de su negocio vía el continuo y paulatino reemplazo de pagos en efectivo por tarjetas, aunque podría estar subestimado el impacto de los riesgos regulatorios y de la nueva competencia en los márgenes.

Según los últimos datos Brasil salió de la recesión y se espera un crecimiento del 2% a/a para 2018. Estos datos son favorables para Cielo en tanto el consumo con tarjetas es pro cíclico a la marcha de la economía.

- **Principales sensibilidades:** tipo de cambio BRL, consumo con tarjetas, legislación que obligue a cambio en las comisiones de adquirencia. Inestabilidad política en Brasil.

Gerdau (Acero):

- **Descripción breve:** Gerdau es una empresa siderúrgica y la mayor productora de acero con sede en Brasil con una capacidad instalada de 19 millones de toneladas. El principal producto es el acero largo y sus principales clientes son construcción e industria. Las operaciones de Gerdau se extienden por Brasil, América Latina, América del Norte y Europa.
- **Visión:** Existen factores de demanda que estimamos impactarían positivamente en las ventas de Gerdau: principalmente el crecimiento esperado en la demanda de aceros largos en Brasil y el potencial efecto de la investigación anti-dumping en EEUU, denominado Sección 232, que permitiría reducir la competencia de

productos importados. La Sección 232 es parte de la legislación de comercio exterior de EE.UU. que permite proteger ciertas industrias consideradas importantes para la seguridad nacional. El departamento de comercio de EE.UU. tiene tiempo hasta mediados de enero para adoptar una decisión en la investigación. Gerdau espera una decisión hacia enero del 2018 respecto a este asunto.

De confirmarse este escenario, se empezaría a observar una vigorosa recuperación en las ganancias de la firma.

Esta acción es especialmente interesante para apostar a la recuperación de Brasil

- **Sensibilidades principales** Tipo de Cambio BRL, evolución de construcción e industria automotriz en Brasil y Estados Unidos, medidas anti-dumping en Estados Unidos. Inestabilidad política en Brasil.

Vale (Minería):

- **Descripción breve:** Es el principal productor mundial de mineral de hierro y el segundo de nickel, posee una operatoria internacional aunque sus principales yacimientos se encuentran en Brasil y Canadá. También se encuentra desarrollando depósitos de cobre y de carbón.
- **Visión:** Está comenzando también a explotar sus capacidades y conocimientos en trading de commodities con el fin de brindar servicios a terceros y aprovechar arbitrajes.

Uno de los principales riesgos de Vale sigue siendo su apalancamiento, aunque el éxito de la estrategia del nuevo management en mejorar los ratios de deuda y en generar caída en los costos operativos es valorado por los inversores.

Uno de los principales riesgos es que el Congreso de Brasil apruebe un aumento en las regalías de minerales más elevado del que el mercado tiene incorporado.

- **Principales sensibilidades:** tipo de Cambio BRL, precio del hierro y crecimiento de la economía China.

México

Situación México: El crecimiento de la economía se estuvo deteriorando en los últimos meses debido a una moderación en el crecimiento del consumo así como una reciente contracción en la producción industrial. Los principales riesgos para la economía mexicana son la renegociación del NAFTA y la elección presidencial a realizarse en el 2018. El primero se está enfrentando a mayores dificultades que las inicialmente esperadas, mientras que aumenta el riesgo de que Manuel López Obrador, candidato asociado con la izquierda en México, pueda ser electo presidente en 2018.

Ternium (Acero):

- **Descripción breve:** Ternium es uno de los mayores productores de acero plano y largo de América Latina con instalaciones de fabricación, procesamiento y acabado. Sus principales clientes son industrias metalmecánicas y construcción.
- **Visión:** Ofrece exposición al sector industrial exportador de México. Posee una estructura de costos que ha demostrado ser flexible, ya que le ha permitido mostrar resultados y free cash flow en forma consistente a diferencia de sus competidores.

Ternium es menos sensible a los ruidos del NAFTA en tanto el 35% de sus costos dependen directamente del MXN por lo que si bien se podría perjudicar por mayores tarifas también se beneficiaría por la devaluación esperada del MXN. Asimismo, México es un importador neto de acero de EEUU por lo que se podrían generar nuevas oportunidades para la empresa.

Además, el 20% de la producción de Ternium tiene como destino Argentina donde existen fuertes perspectivas de crecimiento de la demanda.

- **Principales Sensibilidades:** Negociación del Nafta, Tipo de cambio Peso Mexicano (MXN) y nivel de actividad en México y EE.UU.

Mexichem (Petroquímica):

- **Descripción breve:** Mexichem es una empresa que se dedica a tres cadenas de producción: i) cadena de cloro y vinilo cuyo foco se centra en la extracción de cloro para la producción de cloruro de polivinilo (PVC) y soda cáustica; ii) Cadena de flúor; iii) Soluciones Integrales, especializadas en la producción de sistemas de tuberías de PVC.
- **Visión:** El modelo de negocio de Mexichem se beneficia de que a mediano plazo el precio del gas permanezca estable mientras que el del petróleo aumente. Esto ocurre ya que uno de sus principales insumos intermedios, el etileno, se obtiene a partir del gas mientras que sus competidores lo obtienen a partir de petróleo o gas. El etileno se usa para producción de PVC.

A pesar de tener su matriz en México la firma tiene presencia mundial dando como resultado una diversificación que ayuda a su perfil de riesgo.

Potenciales disparadores de la acción podrían ser: 1) el inicio de su planta “cracker” de Etileno en EE.UU. que busca aprovechar el bajo precio del etano en ese país; 2) el anuncio de mayores sinergias en su integración con Netafim la cual demoraría aproximadamente un año más. Esta última es una firma que se especializa en sistemas inteligentes de riego por goteo el objetivo del management es utilizarla para ayudar a diversificar sus negocios alejándose de la venta de productos de commodities e introduciéndose en cadenas con mayor valor agregado.

- **Principales Sensibilidades:** precio de petróleo y de gas, demanda y oferta de etano en Estados Unidos.

Alpek (Petroquímica):

- **Descripción breve:** Alpek es una empresa dedicada a la industria petroquímica, de plásticos y de fibras sintéticas. La compañía produce ácido tereftálico purificado (PTA), tereftalato de polietileno (PET), polipropileno, poliestireno expandible, caprolactama, amoníaco, sulfato, uretanos, glicos, fibras de poliéster y polímeros de nylon, entre otros. La compañía, parte de Alfa, actualmente opera en tres países.
- **Visión:** La situación de Alpek se volvió algo más delicada debido a problemas serios que atraviesa con M&G quien es uno de sus principales clientes, al mismo tiempo Alpek es su único proveedor de PTA en México, Brasil y EEUU. Aún más Alpek posee una inversión de USD 425 millones en la planta que estaba construyendo junto con M&G en Corpus Christi.

El problema en cuestión fue la falta de pago de M&G a Alpek que derivó en una interrupción del de PTA, materia prima, para la planta de M&G en Altamira. En reacción a lo anterior, y sumado al interés en el activo, Alpek decidió adquirir deuda garantizada de esa planta con el objetivo de intentar hacerse de la planta. Recordemos que en estos mercados la relación entre proveedores y clientes es estrecha en tanto no es fácil conseguir nuevos clientes.

Toda esta situación generó incertidumbre en los mercados y llevaron a que la acción de Alpek se ubique cerca del valor de reposición. Esto último implica, según analistas, que existe un potencial importante en caso que se consigan sortear los problemas.

Alpek ingresó en un período de negociación exclusiva de 60 días con Contour Global para la venta de sus activos de generación eléctrica en Altamira y Cosoleacaque. En caso de concretarse una venta, a un precio razonable, esto sería positivo para la acción.

- **Principales Sensibilidades:** tipo de cambio de México, resolución de conflicto con M&G, venta de activos de generación eléctrica.

Nota de responsabilidad

Este informe contiene información general, no tiene en cuenta las circunstancias específicas de cualquier receptor y no debe ser considerada como oficial o sustitutiva del juicio crítico del receptor. Cada receptor debe juzgar la conveniencia de sus inversiones de acuerdo a sus propias circunstancias, el completo espectro de información, y a un asesoramiento profesional adecuado. La información, opiniones y estimaciones presentadas aquí constituyen un juicio de valor a la fecha en que éste fue realizado y están basadas en fuentes que se piensa que son confiables y de buena fe y están sujetas a cambios sin previo aviso. Cualquier pronóstico u objetivo de precio discutido en este informe puede o no ser alcanzado debido a múltiples factores de riesgos, incluyendo volatilidad del mercado, medidas imprevistas, asimetrías de información o cualquier otra. Este informe no constituye o forma parte de ninguna oferta de venta o suscripción o alguna invitación o sugerencia a comprar o vender activos financieros. Quantum Finanzas no asume responsabilidad de ningún tipo devenida del uso de este informe o sus contenidos. Este informe está dirigido únicamente al destinatario y no podrá ser reproducido, reenviado, redistribuido o publicado en su totalidad o en parte sin previa autorización de Quantum Finanzas.