

# Bonos Corporativos

## *Balances anuales del 2016 y monitoreo de la solidez financiera*

[juan@cucchiara.sba.com.ar](mailto:juan@cucchiara.sba.com.ar)

[www.cucchiara.com.ar](http://www.cucchiara.com.ar)

# Bonos Corporativos en dólares

- Con los balances cerrados al 2016, repasamos la solidez financiera de las compañías locales que emiten deuda en dólares.
- Las emisiones privadas suelen ser más cortas que las soberanas. Esto naturalmente reduce el riesgo de duration, que es la potencial caída en las paridades como resultado del incremento de los rendimientos exigidos por el mercado.
- Dada la incertidumbre generada por la política económica de Trump, contar con instrumentos a mediano plazo con cupones atractivos y buena capacidad de pago no es poca cosa.
- Durante las últimas semanas volvió el optimismo a los mercados emergentes, los bonos subieron y las monedas se apreciaron. La tasa a 10 años de EEUU retrocedió 20 puntos básicos, alimentando el apetito por la renta fija emergente.
- Si bien creemos, como siempre remarcamos, que nuestros bonos largos tienen un colchón dada la sobre tasa en relación a otras economías emergentes, tomar recaudos en un entorno optimista es apropiado en perfiles conservadores.
- Combinar la cartera con bonos corporativos argentinos permiten reducir la duration y resguardar los ahorros en cupones interesantes.

# Bonos Corporativos en dólares

- La calificación de nuestro país (por debajo de comparables latinoamericanos) levanta el piso de rendimientos de la curva de bonos corporativos. Buenas tasas (TIRs) en la coyuntura actual, por encima de empresas comparables de otros países emergentes dado que incorporan parte del riesgo país argentino.
- Uno de los grandes atractivos de nuestro país, es el bajo nivel de endeudamiento privado en moneda extranjera. Reduce los riesgos asociados a un eventual desequilibrio en el balance de pagos. El reciente fortalecimiento de las reservas también actúa como resguardo ante potenciales salidas de capitales.
- 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)
- 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. Veamos a continuación.....

# Como monitorear la capacidad de pagos

- 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 dólares. En lugar del EBITDA utilizamos el resultado neto (sin contemplar obviamente los intereses de la propia ON).

# Buenos ratios para elegir

- Como se puede observar, con los datos completos para el 2016, se pueden obtener rendimientos entre el 4% y 7% en empresas sólidas financieramente (ver en la siguiente diapositiva).
- Si busco rendimientos por encima del 8%, ya debo elegir empresas con menor solidez financiera.

		Comparación parametros de rating internacional				C	B	A
datos en millones de dólares		2016						
Empresa	EBITDA	Intereses	Deuda Fin. Neta	PN	EBITDA/Intereses	Deuda Fin. Neta/EBITDA	Deuda Fin. Neta/PN	
YPF	\$ 3.880	\$ 533	\$ 7.713	\$ 7.911	7,28	1,99	0,98	
AEROPUERTOS ARG	\$ 287	\$ 72	\$ 630	\$ 329	3,99	2,20	1,91	
PAN AMERICAN	\$ 1.696	\$ 193	\$ 1.716	\$ 5.256	8,77	1,01	0,33	
ARCOR	\$ 256	\$ 86	\$ 485	\$ 466	2,98	1,89	1,04	
ARCOS DORADOS	\$ 238	\$ 66	\$ 416	\$ 351	3,61	1,75	1,19	
RAGHSA*	\$ 30	\$ 6	\$ 82	\$ 361	4,71	2,72	0,23	
METROGAS	\$ 8	\$ 2	\$ 10	\$ 3	3,42	1,33	2,94	
CLISA	\$ 118	\$ 148	\$ 292	\$ 36	0,79	2,48	8,06	
IRSA*	\$ 305	\$ 649	\$ 5.867	\$ 1.267	0,47	19,23	4,63	
GENNIA	\$ 88	\$ 26	\$ 286	\$ 130	3,40	3,27	2,20	
MASTELLONE	\$ 70	\$ 24	\$ 199	\$ 203	2,97	2,83	0,98	
*Resultados 3er trim anualizado								
datos en millones de dólares		2016						
Bancos	Resultado Neto	Intereses ON en U\$S	ON en U\$S	PN	Result Neto/Intereses	ON/Resultado Neto	Deuda Fin. Neta/PN	
<b>Bancos</b>								
MACRO	\$ 454	\$ 18	\$ 112	\$ 1.474	24,61	0,25	0,08	
GALICIA	\$ 437	\$ 36	\$ 916	\$ 1.260	12,29	2,10	0,73	
HIPOTECARIO	\$ 77	\$ 36	\$ 555	\$ 404	2,14	7,20	1,38	

*Valuaciones de activos de IRSA hace que no tenga mucho sentido leer los ratios*

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

# Interesantes opciones en deuda corporativa

- Otro de los grandes atractivos, sobre todo luego del sinceramiento, es que los títulos corporativos están exentos de impuesto a las ganancias, tanto los intereses como las ganancias de capital. Si bien están gravados en Bienes Personales, el peso de este impuesto es reducido en comparación con ganancias.

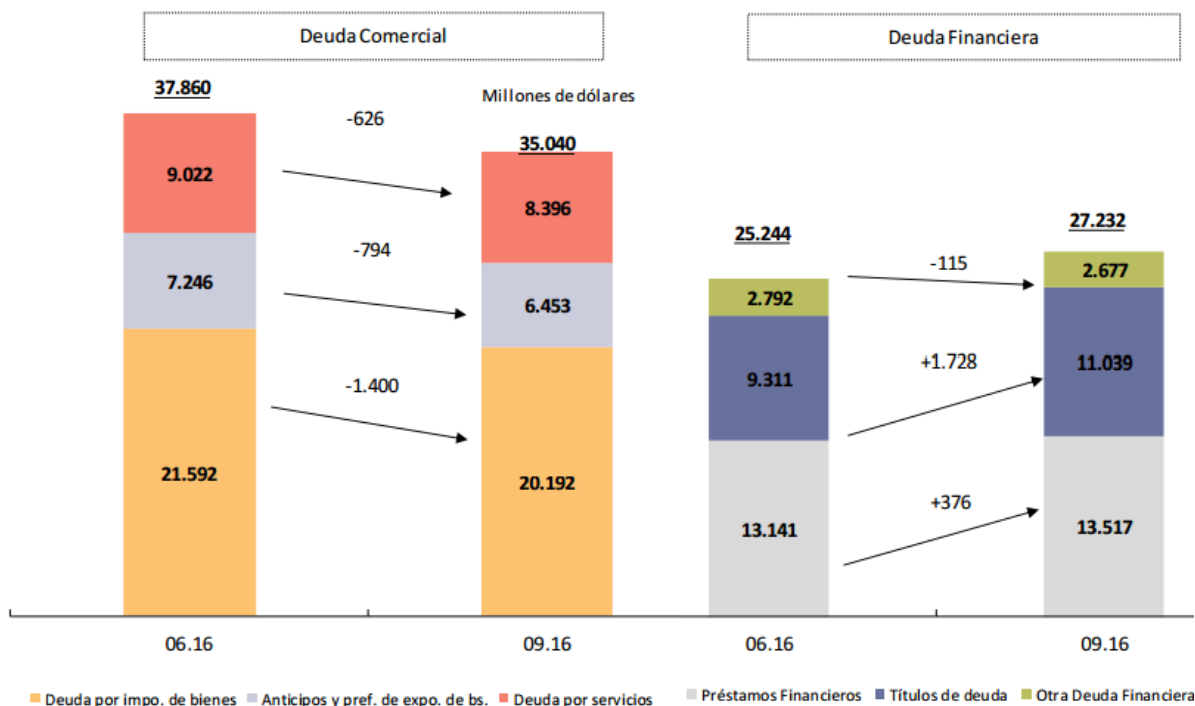
- Considerar que el diferencial de tasas se incrementa al considerar el impuesto a las ganancias. Un tercio del cupón de un bono extranjero va a impuestos.

- Contamos con alternativas para diversificar cartera: Bancos, Constructoras, Energéticas, Petroleras, Consumo Masivo, Servicios, Energía Renovables.

Nombre	Vto	Cierre	Int Corr	TIR	Cupón	Rating	Minimo	Incremento
CAPEX	mar-18	101,94	0,69	7,00	10,000	B	2.000	1.000
YPF2018	ago-18	104,45	1,14	3,30	8,539	B	500.000	500.000
METROGAS	dic-18	103,50	2,34	7,00	8,875		1.000	1.000
IRSA	jul-20	116,00	2,40	6,37	11,500	B	2.000	1.000
BCO HIPOTECARIO	nov-20	111,40	3,36	6,31	9,750	B3	50.000	1.000
HIPOTECARIO	nov-20	111,40	3,36	6,31	9,750	B3	50.000	1.000
PAN AMERICAN	may-21	108,75	3,24	5,11	7,875	B1	2.000	1.000
RAGHSA	jul-21	100,13	1,98	7,00	8,500		2.000	1.000
GENNEIA SA	ene-22	104,75	1,82	7,79	8,750	B3	1.000	1.000
EDENOR	oct-22	111,25	4,33	6,43	9,750	B3	2.000	1.000
IRSA	mar-23	110,75	0,27	6,42	8,750	B+	500	500
ARCOR	jul-23	107,47	1,48	4,69	6,000	BB-	1.000	1.000
CLISA	jul-23	102,88	1,98	8,40	9,500	B	1.000	1.000
PETROBRAS ARG	jul-23	105,20	1,52	6,53	7,375	B3	1.000	1.000
ARCOS DORADOS	sep-23	107,00	0,15	5,60	6,625	B1	100.000	1.000
YPF	abr-24	112,25	0,02	6,43	8,750	B	1.000	1.000
RAGHSA	mar-24	101,65	0,28	7,05	7,250	B3	2.000	1.000
YPF	jul-25	108,94	1,56	7,28	8,500	B3	1.000	1.000
GALICIA	jul-26	108,37	1,74	6,14	8,250	Caa1	200.000	1.000
BANCO MACRO	nov-26	100,74	2,83	6,69	6,750	Caa1	150.000	1.000
AEROP ARG 2000	feb-27	103,50	1,13	6,25	6,875	B2	150.000	1.000

# Sector privado muy desapalancado

- El aislamiento financiero en la gestión anterior provocó que muchas empresas trabajen con capital propio. Contamos con varias compañías de primera línea con muy bajos niveles de apalancamiento.
- Durante el 2016 subió la deuda financiera, pero bajó la comercial. También cayó la deuda por dividendos impagos. La deuda neta en dólares del sector privado no aumentó.
- En términos del PBI, la deuda externa privada ronda el 12%. Niveles muy manejables. Por eso estamos viendo que muchas empresas salen al mercado.
- En relación a otros países de la región, es muy útil mirar el ratio deuda externa privada sobre las exportaciones, dado que mide la deuda contra la capacidad de generación de divisas del sector privado. Para el año 2015, Argentina y Colombia registraron un ratio en torno a 1,1 y 1,2, respectivamente, mientras que Chile y Brasil alcanzaron niveles de 2 y 2,8, respectivamente.



# Buen fin de semana

sábado		domingo	
			
Mañana	Tarde/Noche	Mañana	Tarde/Noche
<b>Mín:</b> 21 °C	<b>Máx:</b> 27 °C	<b>Mín:</b> 22 °C	<b>Máx:</b> 26 °C
Nubosidad variable. Vientos moderados o regulares del noreste.	Nubosidad en aumento. Vientos moderados del noreste.	Cielo nublado. Tiempo desmejorando. Vientos moderados o regulares del sector norte.	Cielo nublado. Probabilidad de precipitaciones aisladas. Vientos moderados a leves del sector norte.