

IDEAS DE INVERSIÓN

17 DE ENERO 2022

Acciones para el 2022



Mariano Montero
Estratega

mmontero@cohen.com.ar



Cohen™

IDEAS DE INVERSIÓN

El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza el BCRA en base a consultoras privadas, arrojó en diciembre un incremento de las expectativas inflacionarias para 2022, pasando del 52,1% al 54,8%. A su vez, la gran emisión monetaria del 2020 y 2021 puso más leña al fuego, que llevará varios años asimilar. ¿Cómo invertir en renta variable local en dicho contexto?

El mercado de renta variable local está concentrado principalmente en empresas bancarias (que representan el 30,8% del Merval), de utilities (14,9% del Merval), comunicaciones (4,6% del Merval), materiales (28,4% del Merval) y energía (15,5% del Merval). Cada uno de estos sectores tiene una dependencia bastante fuerte con las variables macroeconómicas y las decisiones de política económica que se tomen en el país.

Es importante analizar las proyecciones que hoy nos da el REM, que arroja un salto inflacionario en 2022 del 54,8%, por sobre 2021, que finalizó en el 50,9%. El IPC Core superaría prácticamente -en los tres años bajo análisis- al IPC, dándonos una estimación de que las tarifas energéticas no solo no se corregirán en los próximos años, sino que se agravarían.

Por otro lado, la tasa BADLAR seguiría siendo negativa para los próximos años, impulsando aún más los tipos de cambios financieros. Por último, se espera una mejora muy sutil en el tipo de cambio real.

Año	REM Diciembre				Variables reales			Actividad
	IPC	IPC Core	T/C	Badlar (TEA)	T/C	Badlar	Regulados	PBI
2021	50,9%	54,9%	21,3%	40,0%	-19,6%	-7,2%	-2,6%	9,7% P
2022 P	54,8%	57,2%	60,7%	45,4%	3,8%	-6,1%	-1,5%	2,9%
2023 P	43,4%	43,0%	40,0%	40,2%	-2,4%	-2,2%	0,3%	2,2%
2024 P	35,0%	36,1%	-	-	-	-	-0,8%	2,2%

En el sector bancario existen dos efectos contrapuestos. Por un lado, la mayor inflación erosiona la rentabilidad, por la exposición monetaria al patrimonio neto. Por el otro, las tasas de interés (fundamentalmente contra los depósitos a la vista) hacen aumentar el margen nominal.

IDEAS DE INVERSIÓN

En un bajo apalancamiento como el actual, la rentabilidad de los bancos se explica bastante bien por la tasa de interés real y la demanda de créditos privados. Hasta octubre de 2021, el ROE acumulado y anualizado de los bancos privados fue de 7,2%, un valor históricamente bajo, y a su vez escaso para los precios actuales en dicho sector. Esto se logró con una BADLAR (TEA) del 40% y una inflación del 50,9%, quedando en una tasa real en términos negativos del 7,2%. Para 2022 el mercado espera una tasa (TEA) del 45,4% y una inflación del 54,8%, es decir que quedaría una BADLAR negativa en términos reales del 6,1%, un nivel similar. Por lo tanto, no vemos atractivo el sector a los precios actuales, al menos con los datos que tenemos.

Para más información sobre este sector, te invitamos a leer nuestra nota: [¿Oportunidad de inversión en el sector financiero?](#)

El sector de utilities hoy sufre un gran retraso tarifario que complica su rentabilidad. Según el REM, en los 3 años analizados el IPC Core mostraría resultados un poco más elevados que el IPC.

Esta señal nos da la pauta de que el sector no solo seguirá arrastrando un retraso tarifario, sino que además lo incrementaría. Hoy aquellas empresas de utilities que no tienen algún segmento no regulado están registrando pérdidas en sus balances, y es por eso que no vemos atractivo el sector.

Las excepciones a los anteriores son Pampa Energía (por sus segmentos de energía eólica, gas y contratos de PPA), Transportadora Gas del Sur (por su segmento de líquidos y midstream) y Central Puerto (por sus parques eólicos y PPAs).

Estos segmentos no regulados son fijados en dólares, pero abonados al tipo de cambio oficial. Por dicho motivo, cobra relevancia el tipo de cambio real, por el que se proyecta una muy leve mejora en los

IDEAS DE INVERSIÓN

próximos años. Nos gustan las tres empresas, pero preferimos Pampa Energía y Central Puerto.

Para conocer más sobre las oportunidades de inversión que ofrece Pampa Energía, podés seguir leyendo nuestra nota: [Pampa Energía, una empresa líder en el sector energético.](#)

El sector de comunicaciones es otro de los perjudicados por la regulación de precios. Si bien Telecom y Cablevisión (la segunda es controlante de la primera) tienen cautelares que suspenden el DNU que las regula, hay competidores regulados, lo que hace difícil trasladar a precios los aumentos de los costos, en especial en un contexto altamente inflacionario.

Las empresas, a su vez, siguen peleando por dominar el mercado, lo que contribuye a precios bajos en los servicios. Tanto Telecom como Cablevisión presentan pérdidas en los últimos balances, y estimamos que la solución está más lejos de lo pensado. Seguimos siendo negativos con el sector.

Para más información sobre Telecom Argentina y Cablevisión Holding, te invitamos a leer: [¿Hay oportunidad en Telecom Argentina y Cablevisión Holding?](#)

El sector de materiales es un poco más heterogéneo, y tenemos que hablar de cada uno en particular. La empresa que más pondera es Ternium Argentina, que es la mayor productora de acero plano en Argentina. Al ser casi una empresa monopólica, que depende en su mayoría del precio del commodity, puede trasladar los costos hasta por encima del precio internacional si es necesario. Si bien Ternium Argentina nos parece una empresa muy atractiva, la oferta por Ternium México no nos deja conforme con el papel, prefiriendo a su controlante Ternium.

IDEAS DE INVERSIÓN

Si te interesa saber más sobre Ternium Argentina, podés leer las siguientes notas:

[- Oportunidad local ante el contexto internacional: Ternium Argentina](#)

[- Análisis de la propuesta de TX a TXAR para adquirir el 28,7% de Ternium México](#)

Aluar – la mayor productora de aluminio en Argentina – es una empresa mayormente exportadora, vende al exterior entre 70% y 80% de su producción, esto implica que es beneficiada por una suba del tipo de cambio real, ya que la vuelve más competitiva.

Dado que no se prevé una mejora importante de este tipo de cambio y que cotiza a un valor acorde en nuestra opinión, no vemos grandes movimientos.

En el caso del cemento tenemos a Loma Negra y a Holcim Argentina, los costos del transporte de la actividad son tan elevados que no permiten generar un precio internacional, sino que dependen de la situación particular de la región.

Por otro lado, en Argentina solo existen 4 empresas, y las dos más grandes – las que cotizan en bolsa - dominan el 78% del mercado, lo que genera un oligopolio. Esto provoca una situación en donde los precios se manejan por aumentos de costos y por oferta y demanda del material.

En la actualidad tenemos dos efectos, por un lado la demanda está en valores muy elevados y por otro lado las dos empresas más grandes terminaron recientemente ampliaciones de plantas, que generan aumentos en la oferta y competitividad. Creemos que los precios de las acciones de ambas empresas están acordes a las ganancias de las mismas.

IDEAS DE INVERSIÓN

Por último el sector energético está muy dolarizado, el gas se inyecta a un valor en dólares y las diferentes rondas del plan Gas.Ar pusieron valores en dólares al cual comprar la producción hasta finales del 2024. El petróleo a su vez se exporta a precio internacional – menos alguna retención – y el local conocido como barril criollo, también se fija en moneda norteamericana.

Estos valores en realidad terminan fijados en pesos al tipo de cambio oficial. Para los próximos años se prevé una leve mejora real para dicha variable, lo cual atado a las muy buenas rentabilidades del sector y la posibilidad de expansión producto del potencial de Vaca Muerta, los convierte en nuestros activos preferidos dentro del mercado local. En este sector nuestras empresas preferidas son Vista Oil & Gas y Pampa Energía.

Para conocer mas sobre las [Oportunidad local ante el contexto internacional: Vista Oil & Gas](#)

Creemos que las variables macroeconómicas no ayudarán a las inversiones para los próximos años, al menos hasta 2023. Sin embargo, debido a las bajas valuaciones y oportunidades en sectores con mayor capacidad de traslado a precios, y/o con oportunidades puntuales, nos llevan a ser constructivos con parte de la renta variable local que cotiza a múltiplos de ganancia y generación de caja muy atractivos.

IDEAS DE INVERSIÓN

El presente informe es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por el Departamento de Estrategia de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen S.A para la compra o venta de valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen S.A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen S.A no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. Cohen S.A no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.