Claves del día

15 de diciembre del 2017

Se invierte la relación entre bonos en US$ y tipo de cambio.

(fuente: Bloomberg)

0,8% m/m

(RESULTADO DE LAS VENTAS MINORISTAS ESTADOUNIDENSES DE NOVIEMBRE)

El Departamento de Comercio de Estados Unidos informó ayer el incremento de 0,8% en las ventas minoristas correspondientes al mes de noviembre.

0,3%

(EVOLUCIÓN ESPERADA EN LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL NORTEAMERICANA)

Se espera en la jornada de hoy la publicación del resultado de la producción industrial de Estados Unidos correspondiente al mes de noviembre. Se espera que la misma registre un incremento de 0,3%.

- Bolsas del mundo se tiñen de rojo. En Asia el Nikkei y el Topix cierran 0,6% y 0,8% abajo respectivamente. En Europa, el EuroStoxx cae

0,3% y el DAX 0,4%.

- Mañana positiva para los commodities. El crudo WTI se eleva 0,6% hacia US$/bbl 57,36 mientras el cobre suma 0,3%.

- Futuros del S&P y Dow Jones en terreno positivo. La tasa del bono norteamericano a 10 años se ubica en 2,36% y el US$ pierde algo de terreno frente a principales monedas del mundo.

Panorama Regional: Base Carioca

El final del año continúa presentándose complicado para el país vecino, con un mercado que continúa en corrección golpeado por la casi segura caída en el corto plazo de la posibilidad de que se apruebe la reforma previsional. Ni siquiera el anuncio de una sentencia firme para el 24 de enero en el procesamiento de Lula, la cual sacaría definitivamente al ex presidente de la carrera por el mando del país en el 2018, elecciones que por ahora lo dan como el favorito.

En este contexto, el EWZ parece testear nuevamente la base de su canal alcista de mediano plazo iniciado a mediados del 2016, al mismo tiempo que el Real se mantiene testeando la zona de BRL 3,33. En una jornada en la que el S&P también supo cambiar de dirección sobre la rueda para cerrar en rojo, parece ser momento de esperar a las siguientes jornadas. Recordemos que la llegada de fin de año suele venir acompañada de flujos hacia activos seguros para “cerrar el año”, al mismo tiempo que las constantes buenas señales de las economías desarrolladas (en la jornada de ayer se conocieron positivos datos desde las primeras estimaciones del PMI manufacturero americano de diciembre) invitan a una continuación del “fly to quality”. Todo esto, combinado con un Brasil que no logra sacar las reformas que los mercados esperan para saltar al barco, llevan al EWZ a testear niveles preocupantes, aunque las buenas expectativas de largo plazo para el país vecino incidan que tal vez estemos ante la posibilidad de poder re-armar posiciones estructurales a buenos precios, siempre pensando en llegar al 24 de enero con cierto grado de cobertura.

Previsión de riesgo

Finalmente, tuvo que levantarse la sesión para tratar las reformas previsional y tributaria, en un contexto de gran agitación tanto puertas adentro como puertas afuera del congreso de la Nación. Todavía no se sabe cuándo se discutirá, pero desde el oficialismo comenzaron a considerar opciones de compensación para los jubilados, dado que la retroactividad prevista por el proyecto de ley constituye un fuerte punto de conflicto.

De esta forma, la incertidumbre política y las mayores dudas acerca de la convergencia hacia una situación fiscal sostenible abrieron la cancha para un nuevo debilitamiento de la moneda local. El factor político se ve reforzado por el hecho de que nos encontramos promediando fin de año y los inversores buscan minimizar los riesgos, que el tipo de cambio real se encuentra en niveles máximos de apreciación junto con la ya conocida estacionalidad. Así, el tipo de cambio sumó 11 centavos en el día de ayer y 17 centavos desde la semana pasada, ubicándose en US$:AR$ 17,45 al cierre de la rueda. Asimismo, tasas implícitas ROFEX se elevaron principalmente para contratos con vencimiento hasta marzo, evidenciando la percepción de un mayor riesgo cambiario en el corto plazo.

Bonos en US$ exhibieron una buena performance en el día de ayer, alejándose así de la relación directa entre depreciación del tipo de cambio y baja de precio de instrumentos en US$ (“El Gráfico”). Esto podría deberse a que el tipo de cambio suele reaccionar más rápidamente frente a este tipo de eventos. El mercado de bonos podría estar dando todavía el beneficio de la duda, a la vez que parte de la demanda por cobertura se estaría canalizando mediante dichos instrumentos. De todas maneras, en caso de que las reformas no lograran ser aprobadas, las perspectivas para la curva soberana en US$, particularmente para el tramo largo, no serían tan alentadoras.

Renta variable local I: RCH programada para el lunes

En base a un comunicado de la compañía, Laboratorios Richmond SACIF reprogramó la emisión pública de acciones para el día lunes. La oferta

constituye una oportunidad de exposición a una small-cap local en plena etapa de crecimiento, focalizada en el segmento de producción de medicamentos genéricos de marca. Según el prospecto de emisión, el rango de precios indicativo se ubica entre AR$ 35-47 por acción, lo cual implicaría una emisión bruta de entre AR$ 583,6-782,4 MM o US$ 33,5-45,0. Significaría una capitalización bursátil total de US$ 167,4-224,8 y múltiplos de EV a ventas y EBITDA T12M de 2,3-3,2x y 9,3-12,8x, respectivamente.

Estos múltiplos se ubicarían en línea con ciertas comparables con cotización pública (entre 2,1x y 3,5x de EV/Ventas T12M), así como cercano al múltiplo implícito de un reciente IPO de una comparable brasilera (Biotoscana) dedicada al negocio de producción de genéricos (3,3x). Sin embargo, sí se encuentra por debajo del múltiplo de transacción pagado por Laboratorios Richmond por Penn Pharmaceuticals S.A. en 2011 (2,0x). Nuestro modelo de proyección de flujos de fondos otorga un valor estimado dentro del rango inferior de precios indicativos. A dicha proyección le subyace una "historia" de fuerte crecimiento de volumen en los próximos años bajo una hipótesis de regionalización de la compañía. Para mayor detalle, referirse al informe de cobertura a ser enviado en el día de hoy.

Renta variable local II: CVH y Telecom

El día 21 de diciembre el ENACOM dará su veredicto y se espera que apruebe la fusión por absorción de Telecom y Cablevisión SA. El mercado, entonces, comienza a preguntarse por Telecom (TECO2) y Cablevisión Holding (CVH). A la fecha, CVH posee un 34,4% de forma directa y 25,6% de forma indirecta, totalizando un 60%, de Cablevisión SA. Para llevar adelante la fusión, Telecom emitiría 1.184 millones de acciones a cambio de las 120.000 acciones de Cablevisión (un ratio de conversión de 9871 acciones de TECO2 por cada acción de Cablevisión SA). De esta manera, tras concretarse la operación, CVH pasaría a poseer un 33% del paquete accionario de TECO2, con una opción para incrementarlo a 39%.

En el día de ayer, CVH cerró a $ 415 por acción, lo que implica una capitalización bursátil cercana a $ 75.000MM. Por su parte, TECO2 cerró a $

131,50 por acción, que, con la nueva emisión de acciones y posterior absorción de Cablevisión S.A., totalizaría una capitalización bursátil de $ 283.000MM. Dada la participación que CVH tendría en TECO2 (33%), el market cap al que arribaríamos sólo por dicha tenencia sería de $ 93.400MM. Es decir, entre el valor actual de mercado y el valor por la tenencia de TECO2 se observa un descuento de $ 18.400MM, un 24,7%. Desde que el holding comenzó a cotizar en agosto pasado, este descuento fue en aumento desde -4,6% hasta su máximo de 25,9% (con una mediana de 8,4%). En el informe del día de hoy ampliaremos.