|  |  |
| --- | --- |
| **INFORME SEMANAL Nº 1.356**  **Estrategia Global y Local** | 12 de agosto de 2022 |
|  |
| Reconquista 575 3º, CABA, Argentina  +54 (11) 5032-0033  [delphosinv@delphosinv.com](mailto:delphosinv@delphosinv.com)  [www.delphosinv.com](http://www.delphosinv.com) |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **S&P 500 – CUADRO DE CONTROL** | | |
| Valuaciones | Ganancias | Tendencia |
|  |  |  |
| Notas: la línea discontinua señala la posición del indicador la semana anterior, si difiere de la actual. | | |
|  | | |
| **RESUMEN EJECUTIVO** | | |
| La mayoría de las empresas que componen el panel líder del MERVAL presentaron balances del 2T22 estas últimas dos semanas. Entre las que ofrecieron resultados positivos se encuentran YPF con una gran performance y LOMA. CEPU presentó resultados mixtos. Los rojos provenieron de empresas como TECO2, PAMP y TGSU2. | | |

|  |  |
| --- | --- |
|  | **MERVAL: RESULTADOS DE LA SEMANA** |
| **CEPU – Generación de Energía**    *Fuente: presentación de resultados del 2T22 de CEPU*  **YPF – Ventas**  *millones de dólares estadounidenses*    *Fuente de datos:* *Presentación de resultados del 2T22 de YPF*  **PAMP – EBITDA ajustado LTM**    *Fuente de datos:* *Presentación de resultados del 2T22 de PAMP*  **TGSU2 - Ventas** | | Central Puerto  CEPU presentó los estados contables del 2T22 el viernes pasado. Los resultados fueron mixtos. Las ventas (USD 165M) cayeron un 19% en el periodo de un año. Sin embargo, el EBIT (USD 104M) creció un 152% respecto al 2T21. Además, el margen EBIT pasó del 20% en el 2T21 al 63% en el último trimestre. Asimismo, las ganancias netas pasaron de USD -77M en el 2T21 a los USD 19M de hoy.  La deuda se halla en términos relativos bajos. La deuda bruta (USD 386M) representa el 29% del enterprise value, mientras que el elevado nivel de caja y equivalentes dejan a la deuda neta en los USD 114M (9% del EV).  Telecom Argentina (valores medidos en ARS del 2T22)  TECO2 presentó balances el martes y, lejos de ser buenos los números, resulta difícil encontrar un dato positivo en el 2T22. Las ventas cayeron un 12% desde el 2T21. El EBITDA fue de ARS 33MM, 28% menor que hace un año atrás, y no alcanzó para compensar las depreciaciones y amortizaciones del periodo. De esta manera, el EBIT negativo del 2T21 se multiplicó por diez hasta los $ -10MM en el último trimestre. No obstante, las ganancias netas, a diferencia del trimestre reportado en 2021, alcanzaron terreno positivo y se situaron en $ 4MM.  YPF  La petrolera argentina presentó los balances del 2T22 el miércoles y exhibió una gran performance tanto respecto el trimestre anterior como en términos interanuales. La producción upstream (exploración y producción) total creció un 9% YoY acompañada por precios locales y de exportación que crecieron significativamente.  Con ventas creciendo al 45% interanual y ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT) haciéndolo al 174%, la compañía incrementó su margen EBIT desde el 9% (2T22) hasta el actual 18%. Las ganancias netas pasaron de un terreno negativo de USD -492M hace un año a campo positivo de USD 798M en este último trimestre.  El stock de deuda bruta se redujo en un 4% respecto al 2T21 mientras que la deuda neta lo hizo en un 9%. De esta manera, la deuda neta explica el 80% del enterprise value, que a su vez representa 4 veces el EBIT (LTM) y 1,4 veces el EBITDA (LTM).  Loma Negra  En el 2T22, LOMA exhibió una buena performance relativa al 2T21. Las ventas (USD 204M) medidas en dólares crecieron un 39% YoY, explicado en gran parte por mayores ventas de cemento además de hormigón y agregados.  El EBITDA ajustado (USD 63M) creció 31,7% respecto al 2T21. A pesar de ello, el gran incremento en las ventas justifica la reducción en el margen desde el 32,4% hasta el 30,8% del último trimestre. La ganancia neta (USD 55M) también creció en términos interanuales, un 12,3%.  La reducción en la deuda neta fue sumamente significativa. La misma pasó de USD 43M en el segundo trimestre del año pasado a ser de USD 2M este año. De esta manera, la deuda neta representa 0,01x veecs el EBITDA (LTM) cuando en el 2T21 era de 0,12x. La deuda neta no explica más que el 0,15% del enterprise value.  Pampa Energía  PAMP presentó balances del 2T22 el día de ayer. Los resultados no fueron buenos. Las ventas (USD 462M) crecieron tanto trimestral como interanualmente (12% y 34% respectivamente). El incremento YoY en los ingresos se produjo por un aumento en las ventas de petróleo y gas de 54% y por un 60% en los petroquímicos. No obstante, la generación eléctrica se redujo en un 1%.  El dato positivo en los ingresos se reflejó en un incremento trimestral del 2% en las ganancias antes de impuestos e intereses, pero el número fue rojo en el caso interanual (-12%). Peor es el dato QoQ en las ganancias netas, que cayeron un 33%, aunque la caída interanual del 6% fue menor. El margen EBIT de 29% se redujo desde el 32% del 1T22 y desde el 45% del 2T21. El EBITDA ajustado cerró en un -5% YoY, impulsado por el -18% en el segmento de generación eléctrica que no fue compensado por los incrementos del 39% en petróleo y gas y del 19% en petroquímicos.  La deuda neta cerró en USD 902M. Este monto representa 1,3 veces el EBITDA y explica el 40% del enterprise value (USD 2,2MM).  Transportadora gas del Sur  Los resultados del 2T22 fueron negativos para TGS. Las ventas (USD 231M) cayeron un 26% en términos interanuales. El segmento de producción y comercialización de líquidos fue el más perjudicado (-31%) seguido por el transporte de gas natural (-24%).  El EBIT (USD 77M) se redujo un 29% respecto al 2T21. A pesar de la reducción en costos operativos, la caída de las ganancias antes de impuestos e intereses implicó una reducción del margen EBIT de 60bps desde un 35% hace un año hasta el actual 33%.  Datos positivos vinieron por el lado del nivel de endeudamiento. Una reducción del 35% de la deuda bruta medida en dólares trajo aparejada junto a menores niveles de caja y equivalentes una baja en la deuda neta del 47%. El stock de deuda neta se mantiene bajo, en torno al 4% del enterprise value.  A diferencia del 2T21, este trimestre la compagía generó un flujo de caja libre negativo (USD -47,9) derivado de un flujo de caja operativo también negativo (USD -21,7), a pesar del menor gasto en CapEx medido en dólares. |
|  | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | Calendario Económico | | | | | | | Países | Lunes | Martes | Miércoles | Jueves | Viernes | | USA |  | **ISM PMI Manuf.**  *Est. 57.9* | **Var. Empleos no Agrícolas ADP (feb)** | **ISM PMI no Manuf.**  *Est. 60.5* | **Informe de Empleo (feb)**  **NFP:**  *Est. 438K* | | EU |  | **Markit PMI Manuf. (feb)** | **IPC (feb)**  **Índice de Inflación**  *Est. 5.3% YoY* | **Tasa de Desempleo (ene)** |  | | EM | **(Ch) NBS PMI Manuf. (feb)**  **Caixin PMI Manuf. (feb)** | **(Br) Balanza Comercial (feb)**  *Est. -0.2B* |  | **(Br) Markit PMI Manuf. (feb)** | **(Br) PBI Anual (4T)** | | ARG |  |  |  | **Complejos Exportadores** |  |   Calendario Económico | | | | | |
| Países | Lunes | Martes | Miércoles | Jueves | Viernes |
| USA |  |  |  |  |  |
| EU |  |  |  |  |  |
| EM |  |  |  |  |  |
| ARG |  |  |  |  |  |

|  |  |
| --- | --- |
|  | **Anexo I** |
|  | **Cuadro de Control** |
|  | **Lectura de los “termómetros”** |
| **“Termómetro” de referencia** | Los “termómetros” permiten una lectura simple, rápida e integral de la coyuntura y perspectivas del mercado bursátil de referencia (S&P 500, “SPX”). Las conclusiones que extraemos buscan orientar la asignación estructural de activos y las posiciones técnicas, siempre en relación con el horizonte de planificación y otras particularidades de cada inversor, y junto a otras circunstancias del mercado.  Es así que la lectura de los termómetros es relativa a cada inversor y sus circunstancias:   1. En su extremo izquierdo (zona roja) señalan probables bajas del SPX sugiriendo irse cortos (“*shortearse*”) a los inversores (o las carteras) más agresivos, y reducir fuertemente sus posiciones a los más conservadores o menos agresivos. 2. En su zona media izquierda (amarilla) aconsejan posiciones en el SPX por debajo del nivel de referencia de largo plazo para cada cartera. 3. En su punto medio indican una posición neutral, es decir posiciones técnicas acordes con la asignación estructural de activos de cada cartera, que probablemente para muchos inversores internacionales implique una posición comprada en el SPX. 4. Desde el centro (verde amarillento) hacia el extremo derecho (verde intenso) aconsejan una creciente ponderación del SPX, incluyendo el apalancamiento para las carteras más agresivas.   Asignamos un termómetro a cada uno de los grupos de factores que consideramos más significativos y perdurables por su influencia sobre los mercados bursátiles: valuaciones; ciclo de ganancias; y sentimientos y tendencias. Estos termómetros resumen la combinación de varios factores, pero no los agotan, y pueden operar cambios en el mercado que afecten su importancia. En nuestro análisis también podemos considerar, por diversas razones, factores que prefiramos utilizar como un input aparte para arribar a nuestras conclusiones. |
|  | **Valuación** |
|  | **Encontramos que la valuación del mercado es tal vez el más importante determinante de sus retornos en el largo plazo (mercados más baratos ~ mayor retorno prospectivo)**, que orienta la asignación estructural de activos y las oportunidades de rebalanceo, y que mantiene una significativa correlación con la magnitud de las correcciones, particularmente si tienen lugar en recesiones económicas (las mayores correcciones tienen a estar precedidas por mercados de mayores valuaciones). Sin embargo, la valuación del mercado tiene poco valor en la determinación de sus movimientos de corto plazo, en los ciclos de sus precios y en la duración de dichos ciclos.  Seleccionamos el ratio de precios a ganancias por acción (“P/E”) y la prima por riesgo de mercado (*equity risk premium*, “ERP”) como base de nuestra opinión respecto de la valuación del SPX. |
|  | **Ciclo de ganancias** |
|  | **Las ganancias son la fuente que mueven y sostienen los negocios, y también los índices bursátiles. Hallamos que los momentos de mayor debilidad de los mercados tienden a relacionarse con caídas crecientes en las ganancias, y los de mayor fortaleza con las recuperaciones que siguen a dichas caídas.**  Utilizamos diversos indicadores para evaluar el ciclo de las ganancias, valiendo destacar: las ganancias del SPX en sí, las ganancias prospectivas estimadas, y las revisiones de los analistas en las diversas empresas que cotizan en EEUU. También observamos el comportamiento de las principales variables de la economía norteamericana, destacándose: producción industrial, ingreso real, empleo, y ventas reales. |
|  | **Sentimientos y tendencia** |
|  | **En el corto plazo es crucial comprender la corriente del dinero, dominada por las opiniones y sentimientos de los inversores, determina y a veces también refleja la tendencia del mercado.** Utilizamos varios indicadores, muchos de los cuales tienen una interpretación precisa pero cuya lectura en conjunto requiere una evaluación integral de los mismos y de las circunstancias. |