



Ángel del Valle – “La vuelta del malón”

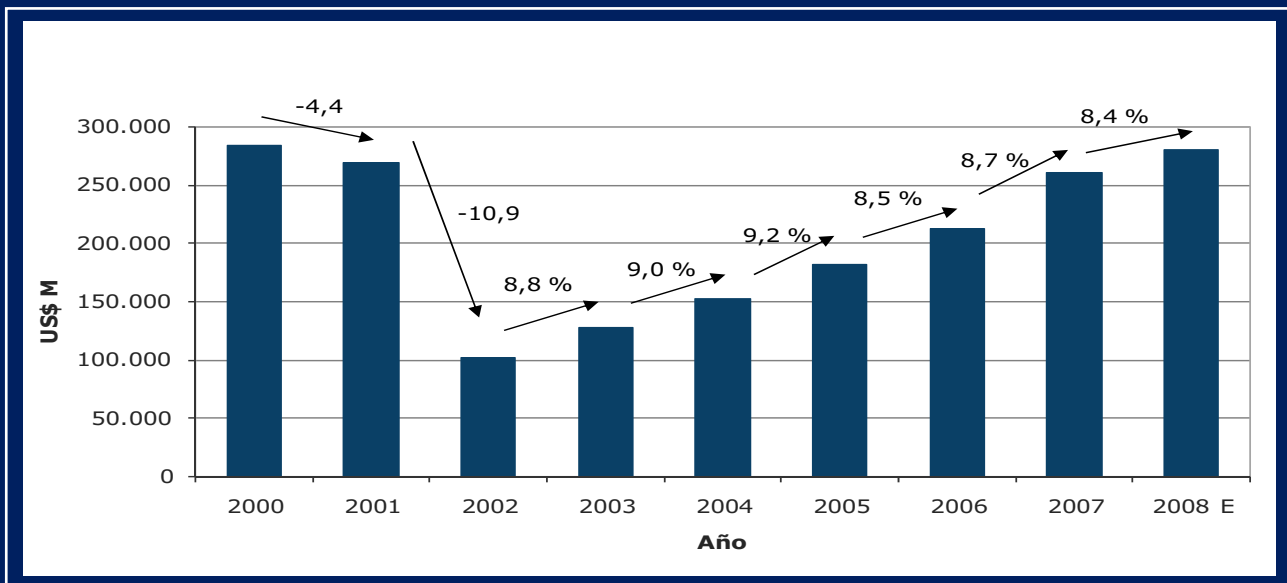
Los cambios en la economía Argentina luego de la crisis del 2001 y la expansión del ciclo económico mundial generaron cambios endógenos en la estructura económica de nuestro país, tales como el financiamiento del Estado, la estructura de la deuda pública y la balanza comercial. El siguiente trabajo pretende realizar una comparación económica simple de la actualidad vs. 2001 y analizar los cambios en las valuaciones y estructura de capital de las empresas argentinas seleccionadas por volumen que cotizan en el NYSE.

PARTE I – COMPARACION MACROECONOMICA

PRODUCTO BRUTO INTERNO

El PBI nominal en el 2001 ascendía a US\$ 268.697 M. En el 2007 el mismo ascendió a US\$ 260.779 M y para el 2008 se estima que será cercano a US\$ 280.849 M. Desde esta perspectiva se puede suponer un debilitamiento de la economía nacional. Es importante remarcar, más allá de los valores nominales, que en el 2001 la economía ya venía de algunos años de recesión, depresión y el PBI venía cayendo constantemente. En el 2008 nos encontramos en medio de la recomposición del PBI con más de 5 años de sostenido crecimiento a tasas altas.

GRAFICO 1 – Evolución PBI Nominal



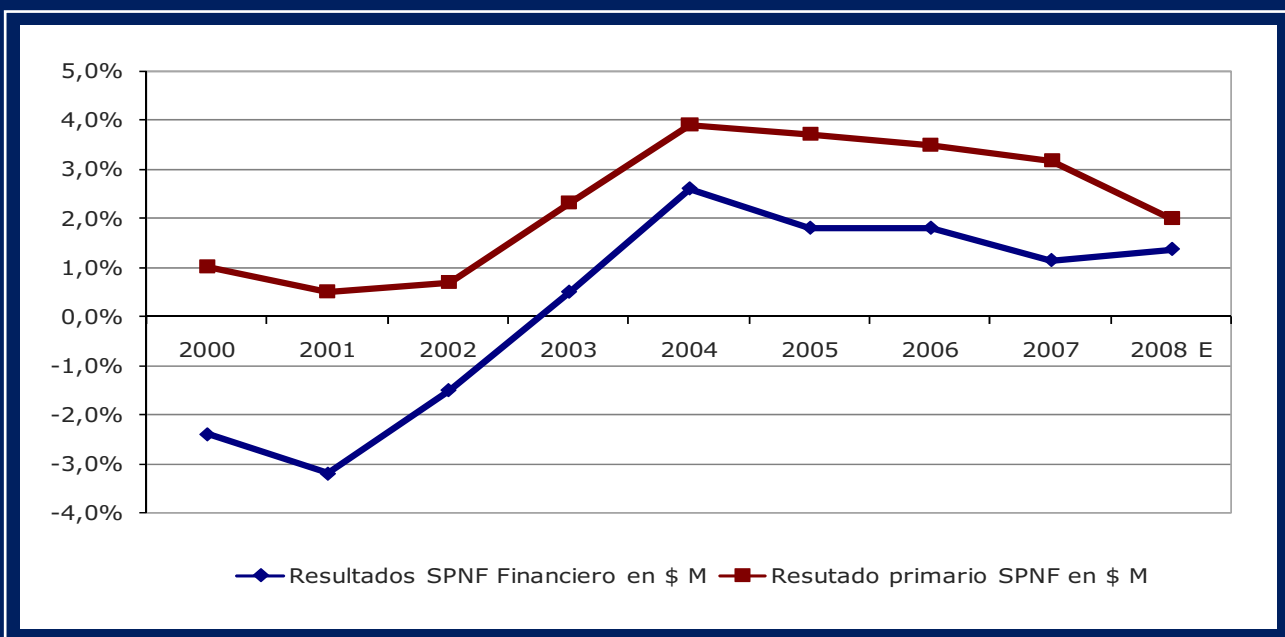
Fuente: INDEC y Ámbito Financiero

Sin embargo, la tasa de inversión como porcentaje del PBI cercana al 24,2 %, un ahorro doméstico del 27,3 % y una tasa de desempleo del 9 % vs. 14,2 %, 12,6 % y 17,3 % respectivamente en el 2001 hacen pensar en una economía con un perfil más sólido.

RESULTADOS FISCALES

La crisis de 2001 se desencadena en parte como resultado de un déficit en los resultados fiscales. A pesar de contar con un resultado primario positivo en el 2001 (0,5 % del PBI), luego de servicios financieros se volvía deficitario en 3,2 % del PBI. Al no contar con financiamiento externo se llegó al default. Hoy no se cuenta con financiamiento externo pero las cuentas fiscales son más holgadas con un 3,2 % del PBI como resultado primario y un 1,1 % del PBI luego de pagos financieros en el 2007.

GRAFICO 2 – Evolución Resultado Primario



Fuente: INDEC

SECTOR EXTERNO

El sector externo es probablemente el que mayores cambios presenta con respecto al 2001. Las exportaciones han crecido en volumen y precios generando un saldo comercial sensiblemente superior, US\$ 1.167 M vs. US\$ 11.153 M en el 2007.

La cuenta corriente, por su parte, ha pasado de deficitaria en el 2001 por US\$ 3.780 M a superavitaria en el 2007 por US\$ 7.466 M.

Desde la devaluación Argentina ha crecido en el volumen exportado y en precio aunque ha mantenido casi la misma estructura. Las exportaciones de productos primarios en el 2007 representaron el 22% del total de exportaciones, 1% menos que en el 2001. Las manufacturas de origen agropecuario crecieron desde el 28% en el 2001 al 35% en el 2007, esto se explica en gran parte por los aceites vegetales. Los combustibles y energía cayeron desde el 18% al 12% y las manufacturas industriales mantuvieron su participación del 31%, aunque hay que destacar el crecimiento de las cantidades de las MOI contra el crecimiento en precios de los *commodities*

GRAFICO 3 – Evolución de las Exportaciones

Rubro	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Año 2007*
Productos Primarios	5.345.558	6.052.062	5.272.080	6.470.669	6.851.559	8.110.253	8.625.122	12.351.833
Manufacturas de Origen Agropecuario	7.863.597	7.460.073	8.138.352	10.004.445	11.967.418	13.141.654	15.265.192	19.187.661
Manufacturas de Origen Industrial	8.229.990	8.305.644	7.601.332	8.046.864	9.575.731	11.984.798	14.842.898	17.321.179
Combustibles y Energía	4.901.884	4.724.948	4.638.835	5.416.774	6.181.026	7.150.056	7.812.991	6.918.883
Total General	26.341.029	26.542.727	25.650.599	29.938.752	34.575.734	40.386.762	46.546.203	55.779.556

GRAFICO 4 – Exportaciones 2001

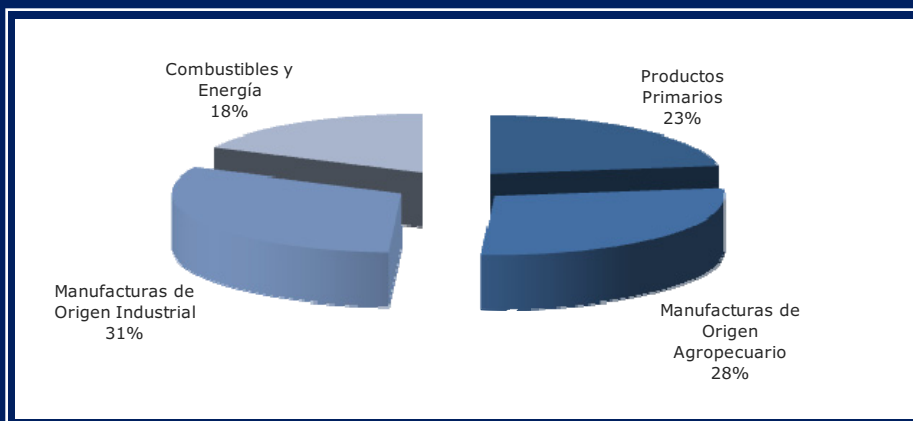
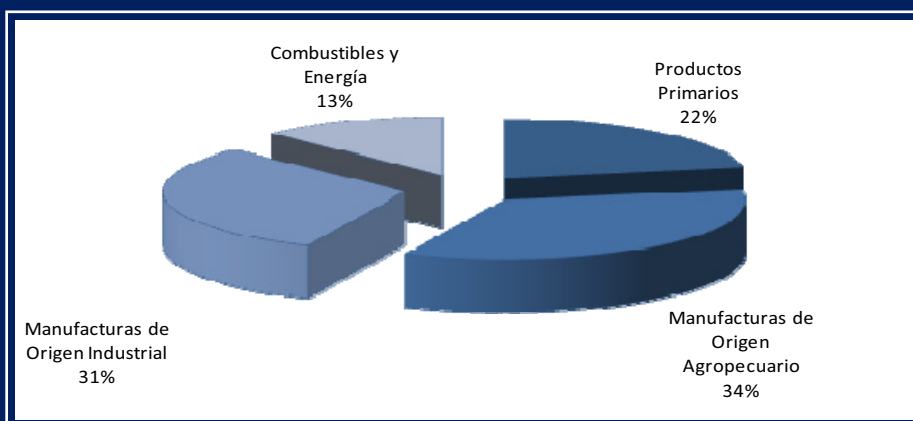


GRAFICO 5 – Exportaciones 2007



Viernes 31 de Octubre de 2008

Fabricio Gatti

INGRESOS FISCALES

En el presupuesto 2002 (usamos como *proxy* del 2001 dada la falta de disponibilidad de datos) notamos una incidencia del 5% por parte de los impuestos por importación y exportación. Estos estaban particularmente enfocados a la importación y la protección del mercado local. Para el presupuesto 2009 la incidencia de los impuestos por importación y exportación representan el 18% de los ingresos. Tomando únicamente las exportaciones estaríamos hablando de un 15%, presentando como riesgo una caída en los precios que lleven aparejada una disminución importante en los ingresos fiscales.

Por otro lado la ANSES y otras cajas representan el 35% de los gastos totales. En el presupuesto, sin la modificación por el posible cambio, los aportes por contribuciones representaban el 21% de los ingresos. Cuánto va a ser el nuevo ingreso por aportes es difícil de establecer ya que las provincias lucharán por aumentar su coparticipación y una retribución por los recursos que le aportaron en los últimos 14 años al gobierno central para hacerse cargo de las jubilaciones. Por otro lado, es de suponer que el gobierno afrontará fuertes presiones por parte de los jubilados actuales para aumentar la jubilación al 82% móvil tal como ordenaron sentencias judiciales.

GRAFICO 6 – Diferencias en la composición de la Recaudación Impositiva

	2002	2009	2002	2009
Ganancias	8.950,1	63.026,9	19%	19%
Valor Agregado	15.044,1	90.296,4	31%	27%
Internos	1.627,9	6.319,4	3%	2%
Monotributo	247,3	1.491,8	1%	0%
Combustible	3.241,0	10.102,0	7%	3%
Comercio Exterior	2.139,3	60.288,1	4%	18%
Contribuciones	10.425,8	68.159,5	22%	21%
Bienes Personales	623,5	3.741,7	1%	1%
Otros Impuestos	1.211,7	3.771,7	3%	1%
IDCB	4.672,9	22.339,5	10%	7%
Total	48.183,6	329.537,0	100%	100%

Fuente: MECON

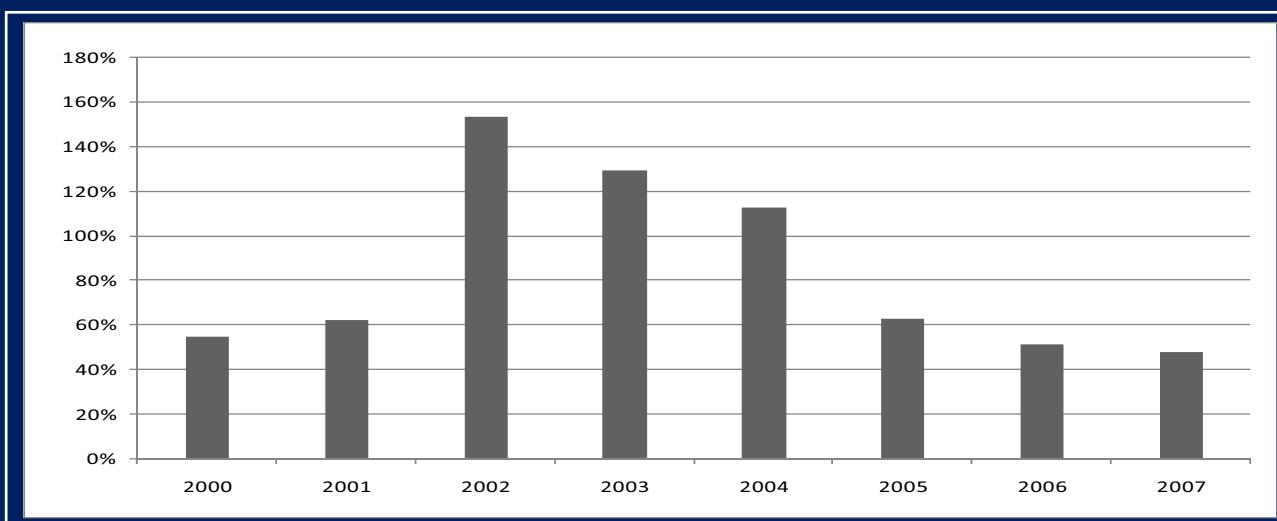
Viernes 31 de Octubre de 2008

Fabrizio Gatti

DEUDA EXTERNA

En el 2001 la deuda externa representaba 61,9 % del PBI. Una vez reestructurada y con una economía en crecimiento, ésta fue disminuyendo hasta representar el 47,5 % del PBI en el 2007.

GRAFICO 7 – Deuda Externa como % del PBI



Fuente: MECON

GRAFICO 8 – Deuda Externa como % del PBI

Variable	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 E	
PBI										
Nominal en \$ M	284.204	268.679	312.580	375.909	447.643	531.939	654.439	812.456	I-08	885.371
Nominal en us\$ M	284.204	268.697	102.492	127.487	152.177	181.993	212.881	260.779	I-08	280.849
Per Cápita en US\$	7.726	7.232	2.732	3.366	3.981	4.716	5.463	6.626		
Crecimiento Real %	-0,8%	-4,4%	-10,9%	8,8%	9,0%	9,2%	8,5%	8,7%	I-08	8,4%
EMA E			-10,9%	8,8%	9,0%	9,2%	8,5%	8,5%	may-08	8,0%
EMI			-10,6%	16,2%	10,7%	8,0%	8,3%	7,5%	may-08	6,9%
Inversión										
% PBI	16,2%	14,2%	12,0%	15,1%	19,2%	21,5%	23,4%	24,2%	I-08	24,2%
Ahorro Doméstico										
% PBI	13,1%	12,6%	20,3%	21,1%	20,9%	24,3%	26,9%	27,3%		
Desempleo										
Tasa de Desempleo	15,0%	17,3%	22,6%	22,6%	18,1%	14,8%	12,3%	9,4%	I-08	9,0%
Precios										
Inflación Minorista	-0,70%	-1,50%	41,00%	3,70%	6,10%	12,30%	9,80%	8,50%	jun-08	4,6%
Inflación Mayorista	2,40%	-5,30%	118,00%	2,00%	7,90%	10,70%	6,20%	14,60%	jun-08	6,3%
Inflación Combinada	0,80%	-3,40%	79,50%	2,80%	7,00%	11,50%	8,00%	11,50%	jun-08	5,5%
Resultados Fiscales										
Recaudación tributaria AFIP en \$ M	49.102	45.403	50.475	72.244	98.285	119.252	150.009	199.782	jun-08	127.143
Ingresos totales SPNF en \$ M	39.469	36.129	42.468	57.823	77.174	92.273	116.837	164.074	may-08	84.898
Gastos totales SPNF en \$ M	46.261	44.849	47.018	56.017	65.516	82.855	105.214	154.778	may-08	72.771
Resultados SPNF Financiero en \$ M	-6.792	-8.719	-4.549	1.805	11.658	9.418	11.623	9.296	may-08	12.127
% PBI	-2,4%	-3,2%	-1,5%	0,5%	2,6%	1,8%	1,8%	1,1%		1,4%
Resutado primario SPNF en \$ M	2.864	1.455	2.260	8.688	17.361	19.661	23.165	25.719	may-08	17.660
% PBI	1,0%	0,5%	0,7%	2,3%	3,9%	3,7%	3,5%	3,2%		2,0%
Interes Netos en \$ M	9.656	10.175	6.810	6.883	5.703	10.243	11.542	16.423	may-08	5.533
Sector Externo										
Cuenta Corriente en US\$ M	-8.955	-3.780	8.767	8.140	3.213	5.236	8.011	7.466	I-08	1.552
% PBI	-3,2%	-1,4%	8,6%	6,4%	2,1%	2,9%	3,8%	2,9%		
Saldo Comercial en US\$ M	1.167	6.289	16.744	15.733	12.104	11.663	12.305	11.153	may-08	4.836
Exportaciones US\$ M	26.409	26.610	25.734	29.566	34.550	40.352	46.456	55.933	may-08	27.803
Importaciones US\$ M	25.243	20.321	8.990	13.833	22.446	28.689	34.151	44.780	may-08	22.967
Deuda Externa										
Sector Público	84.936	87.907	91.247	105.895	115.884	65.410	61.110	70.817		
Sector Privado	70.078	78.365	65.501	58.751	55.322	48.394	47.762	53.053		
Total US\$ M	155.014	166.272	156.748	164.646	171.206	113.804	108.872	123.870		
Total % PBI	55%	62%	53%	53%	51%	43%	41%	47%		
Moneda										
Tasa prime 1 a linea \$ 30 dias TNA	11,1	26,5	54,5	19,1	6,8	6,2	8,6	11,0	jul-08	23,0
Tasa pasiva 1 a linea \$ 30 dias TNA	8,5	16,3	39,3	10,5	2,7	3,9	6,5	7,9	jul-08	12,9

Fuente: MECON y BCRA

Viernes 31 de Octubre de 2008

Fabrizio Gatti

PARTE II – VALUACIÓN DE LAS EMPRESAS ARGENTINAS CON RESPECTO A 2001

Las empresas argentinas también sufrieron modificaciones en su estructura y en sus valuaciones. El mercado asigna menor valor que en el 2001 a la mayoría de las empresas que se analizan, salvo YPF, a través del FV/EBITDA, FV/EBIT, P/UTILIDAD y P/VENTAS. Por otro lado, el ratio P/VL demuestra una tendencia mixta, lo que nos estaría indicando que algunas empresas tienen una excesiva valuación de acuerdo a su patrimonio neto y una subvaloración de acuerdo a sus ratios operativos con respecto al 2001.

GRAFICO 9 – FV/EBITDA, FV/EBIT, P/VL, P/Ventas y P/Utilidad 2008 vs. 2001

EMPRESA	dic-01	oct-08	dic-01	oct-08	dic-01	oct-08	dic-01	oct-08	dic-01	oct-08
	FV/EBITDA 12m	FV/EBITDA 12m	FV/EBIT 12m	FV/EBIT 12m	P/VL 12m	P/VL 12m	P/Ven 12m	P/Ven 12m	P/Ut 12m	P/Ut 12m
PETRÓLEO										
Petrobras Particip.	8,41	4,1	15,2	6,7	1,35	0,73	2,23	0,4	37,64	6,0
YPF	3,56	5,1	5,2	8,0	1,09	2,56	1,09	1,7	10,85	13,1
ENERGÍA										
Transp Gas Sur	5,11	2,9	6,5	4,1	0,94	0,34	1,91	0,8	9,52	6,3
TELEFÓNICAS										
Telecom	3,89	1,7	11,7	2,8	0,75	1,06	0,58	0,4	37,91	3,5
DESARROLLADORES										
Cresud	324,07	13,3	-51,9	15,3	0,63	0,57	2,78	2,4	-2,28	33,0
IRSA	8,20	6,0	11,3	8,7	0,35	0,52	0,92	0,9	-2,01	17,4

Fuente: Economática

En el siguiente cuadro analizamos la rentabilidad de las compañías a través del margen EBITDA/Ventas, con lo cual podemos apreciar que el ratio se encuentra peor, salvo en los casos de TS, CRES e IRSA. Por otro lado, la cobertura del EBIT sobre la deuda neta mejoró para todas las empresas excepto para CRES. Esto nos demuestra que hay una mayor capacidad de pago, aunque aumentó la deuda de corto plazo en comparación al 2001 excluyendo los casos de PBE, TGS e IRSA.

GRAFICO 10 – EBITDA/Ventas, EBIT/deuda neta, deuda CP/deuda T 2008 vs. 2001

EMPRESA	dic-01	oct-08	dic-01	oct-08	dic-01	oct-08	dic-01	oct-08	dic-01	oct-08
	PRECIO Bolsa Local	PRECIO Bolsa Local	EBITDA/ VENTAS	EBITDA/ VENTAS	DIVIDEND YIELD	DIVIDEND YIELD	EBIT/ DEUDA NETA	EBIT/ DEUDA NETA	DEUDA CP/ DEUDA TOTAL	DEUDA CP/ DEUDA TOTAL
SERV. PETROLEROS										
Tenaris S.A.	-	32,7	19,0%	32,6%		3,6%	0,80	2,10	49%	49%
PETRÓLEO										
Petrobras Particip.	1,6	2,5	42,1%	21,8%	1,8%	4,5%	0,18	0,39	48%	32%
YPF	23,6	140	39,3%	35,2%	17,9%	12,3%	1,03	2,76	49%	80%
ENERGÍA										
Transp Gas Sur	1,3	1,3	74,9%	51,4%	9,1%	3,1%	0,31	0,50	23%	1%
TELEFÓNICAS										
Telecom	1,8	4,0	40,7%	33,5%	12,0%	0,0%	0,14	1,26	36%	63%
DESARROLLADORES										
Cresud	0,7	2,0	0,7%	15,5%	4,2%	0,0%	0,10	-0,13	100%	100%
IRSA	0,73	1,58	27,6%	34,4%	0,0%	0,0%	0,18	0,34	94%	14%

Fuente: Economática

Simbiosis Macroeconómica - Microeconómica Argentina

CRITERIA INVESTORS

Viernes 31 de Octubre de 2008

Fabrizio Gatti

En el caso de los bancos argentinos las valuaciones están mejor teniendo en cuenta el P/VL y el *dividend yield* es más alto salvo en el caso de GGAL.

GRAFICO 10 – P/VL, P/Utilidad 2008 vs. 2001

EMPRESA	dic-01	oct-08	dic-01	oct-08	dic-01	oct-08	dic-01	oct-08
	PRECIO Bolsa Local	PRECIO Bolsa Local	P/VL 12m	P/VL 12m	P/Ut 12m	P/Ut 12m	DIVIDEND YIELD	DIVIDEND YIELD
BANCOS								
Banco Macro S.A.	0,36	3,00	0,35	0,74	-0,21	3,6	0,0%	8,3%
Grupo Fin. Galicia	0,46	0,82	0,36	0,59	-	-	6,4%	0,0%
Bco.Frances	2,95	2,70	0,66	0,61	43,82	4,7	11,9%	12,9%

Fuente: Economática

Viernes 31 de Octubre de 2008

Fabrizio Gatti

CONCLUSIONES

Se puede observar que la incertidumbre macroeconómica de Argentina no está referida a la situación actual si no a las expectativas sobre su viabilidad. La baja en los precios de los commodities deteriorará la balanza comercial, aunque en términos de cantidades los productos primarios y las MOA no mermarían y la baja en las MOI se compensaría con la baja en las cantidades importadas. Sin embargo, el verdadero impacto se encuentra en las cuentas fiscales del gobierno dada la menor recaudación en los derechos de exportación. Esto pone en duda la capacidad de la Nación Argentina de pagar intereses y capital de su deuda dado el cierre de los mercados internacionales como forma de financiamiento.

Un escenario terminal de estas características no está todavía en precios, el mercado descontó una baja en los ingresos operativos dada la desaceleración económica que se está produciendo, aunque el ratio P/VL se encuentra por encima de los niveles del 2001 para alguna de las empresas, donde se presagiaba un quiebre institucional, como podría ser un evento de *default* de la deuda soberana. Si bien las compañías seleccionadas están en promedio con mejor cobertura de deuda, una baja en los ingresos operativos las dejaría más expuestas; sumando a la mayor proporción de deuda de corto plazo sobre el total quedarían con una menor cobertura frente a la incertidumbre económica.

Creemos que el castigo sobre el patrimonio neto de las compañías es un *proxy* adecuado para cuantificar la creencia del sector financiero sobre la calidad institucional, por cuanto el mercado se encontraría en una situación en la cual confluyen dos factores. Por un lado una baja en la actividad económica que se trasladaría a menores flujos operativos y por otro un empeoramiento en la calidad institucional del país, sin llegar todavía a los niveles del 2001.

Criteria Investors

Contacto: Gastón Adhemar – Walter García Beaumont
Av. Santa Fe 911 Piso 3º C1059ABD Capital Federal
Tel./Fax: (5411) 4000-9444
www.criteriainvestors.com
www.criteriainvestors.blogspot.com

Esta presentación tiene fines informativos únicamente y no toma en consideración los objetivos de inversión ni la tolerancia al riesgo específica de ningún inversor, y no debe entenderse como una invitación a realizar una transacción de valores ni a participar en modo alguno en un servicio de inversión. Puede suceder que algunos de los productos y servicios que se mencionan en esta presentación no sean adecuados para todos los inversores. Los inversores que tengan dudas sobre la idoneidad de cualquiera de los productos o servicios mencionados en esta presentación deben consultar con sus asesores financieros. Este folleto no contiene nada que deba interpretarse como asesoramiento. Las fluctuaciones de los tipos de cambio de las monedas extranjeras pueden afectar negativamente al valor o al rendimiento de su inversión. El valor y el rendimiento de las inversiones puede bajar o subir, y sufrir alzas o caídas importantes. Puede suceder que los inversores no recuperen la totalidad de la cantidad invertida. El comportamiento pasado no indica resultados futuros comparables y no se hace ninguna proyección, compromiso ni garantía en relación con las rentabilidades futuras.

Los inversores deben leer cuidadosamente las condiciones de cualquier inversión o servicio mencionado en esta presentación antes de realizar ninguna inversión. Los inversores que tengan dudas sobre tributación deberán consultar con sus asesores fiscales. Criteria Investors no presta servicios de asesoramiento fiscal.