



FIRST

CORPORATE FINANCE ADVISORS

Número 129, Abril 2015

> Banking

Newsletter de novedades
financieras



Newsletter

de novedades financieras

Estimados Lectores:

Con esta nueva entrega de nuestra Newsletter, les presentamos un análisis del comportamiento de las principales variables financieras durante el mes de abril de 2015.

En esta ocasión, les acercamos como “Especial del Mes” un artículo sobre el valor de mercado de YPF y una comparación con sus pares regionales.

Hasta la próxima entrega...

Miguel Ángel Arrigoni
Chairman & CEO



Resumen Ejecutivo

- ✓ En abril se colocaron **19 series de fideicomisos financieros**, ocho series más que en el mes anterior. Las emisiones en pesos totalizaron **AR\$ 1.776,7 M¹**, mientras que las emisiones en dollar-linked ascendieron a **USD 2,9 M**.
- ✓ En lo que se refiere a **Obligaciones Negociables**, **10 fueron las compañías que emitieron**. Las emisiones en pesos totalizaron **AR\$ 2.155 M** y las emisiones dollar-linked ascendieron a **USD 1.555 M**.
- ✓ Se negociaron **AR\$ 365 M** en el mercado de cheques de pago diferido, con una tasa promedio de **25,46%**.
- ✓ Se emitieron Letras en pesos por **AR\$ 56.863 M** y Letras en dólares por **USD 839 M**.
- ✓ **El promedio mensual de la tasa Badlar bancos privados** disminuyó respecto al mes previo y alcanzó los **20,82%**.
- ✓ Al 30 de abril, **los depósitos promedio** del sistema bancario totalizaron **AR\$ 1.079.043 M**, lo que representa un incremento intermensual del **1,0%**.
- ✓ Al 30 de abril, el **stock promedio de préstamos privados** aumentó **2,4%** respecto al mes anterior, alcanzando **AR\$ 628.654 M**.

¹ La abreviatura M refiere a valores expresados en millones.

Contenido

Resumen Ejecutivo	2
Mercado de Capitales	4
1. Fideicomisos Financieros	4
2. Acciones	6
3. Bonos Soberanos	7
4. Obligaciones Negociables	9
5. Lebacks y Nobacs	11
6. Cheques De Pago Diferido	12
Sistema Bancario	14
1. Tasas De Interés.....	14
2. Depósitos	16
3. Préstamos.....	18
Especial del Mes	20
El valor de mercado de YPF: estimando su potencial	20
Contactos.....	23



A continuación se expone nuestro relevamiento de abril con las novedades de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y la Bolsa de Comercio de Rosario.

1. Fideicomisos Financieros

En abril se registraron 19 emisiones de fideicomisos financieros por un monto total de AR\$ 1.802,0 M². Dicho volumen representa un incremento del 24,81% en comparación con marzo y una disminución del 11,38%, respecto de abril de 2014. Teniendo en cuenta la cantidad de emisiones, las series emitidas significan un aumento del 72,7% intermensual y del 5,6% interanual. En el periodo bajo análisis se emitió el fideicomiso Galileo Rental Oil & Gas III bajo la modalidad dollar-linked.

Figura 1 Colocaciones de Fideicomisos Financieros – Abril de 2015.

Ref	Fideicomiso	Participación FirstCFA / Z&A	Fiduciante	Monto (ARS M)	Título Senior				
					Cupón	Tasa/Margen de Corte	Tasa Real (*)	Calif.	Dur
1	Centrocard XIV		Centro Card S.A.	85,32	B+3%(25%-32%)	29,00%	29,00%	AA	7,3
2	Consubond 110	Z	Frávega S.A.C.I. e I.	308,23	B+2%(24%-31%)	27,32%	27,32%	AAA	3,1
3	Speedagro II		Speedagro S.R.L.	49,97	B+3%(22%-32%)	24,90%	28,72%	A-2	3,0
4	Fideicred Agro II		Dow Agrosciences Argentina S.A.	115,00	B+3%(23%-33%)	27,39%	28,31%	A-1	3,1
5	Consumax XVII	⊕ Z	Difer S.A.	36,56	B+2,5%(22,5%-30,5%)	25,50%	27,52%	AAA	2,0
6	Pvcred XXII	Z	PVCred S.A.	82,09	B+4%(20%-32%)	26,63%	28,24%	Aaa	6,3
7	Garbarino 112	⊕ Z	Garbarino S.A.I.C. e I. - Compumundo S.A.	234,60	B+2%(21,25%-28,75%)	25,00%	26,58%	AAA / AAA	4,9
8	Fidebica XXXV	⊕ Z	Banco Bica S.A. - Asociación Mutual Centro Litoral	68,59	B+3%(23,5%-30,5%)	26,50%	27,61%	AAA	3,6
9	Tarjeta Elebar XV	⊕ Z	Santa Mónica S.A.	30,79	B+3%(24%-32%)	28,24%	28,24%	AA+	5,0
10	Tarjeta Fértil VI		Fértil Finanzas S.A.	43,77	B+3,5%(24%-33%)	28,00%	28,98%	AA	4,8
11	Credibel IV	⊕ Z	Cooperativa de vivienda, credito y consumo Credibel LTDA	65,00	B+4%(25%-33%)	27,99%	28,58%	A-1+	6,2
13	Mila VII		Micro Lending S.A.	40,06	B+3%(24%-34%)	28,06%	28,06%	AAA	7,4
14	Megabono 135		Electrónica Megatone S.A.	168,80	B+2%(22%-29,5%)	23,73%	25,43%	AAA	3,5
15	AMFAYS 19		AMFAYS	39,01	B+3%(24%-31%)	27,75%	27,95%	AAA	7,0
16	Fideicred Atanor III	Z	Atanor S.C.A.	113,25	B+2,5%(23%-30%)	27,30%	27,87%	A-1	2,1
17	Tarjeta Grupar VII	⊕ Z	Tarjeta Grupar S.A.	45,43	B+2,5%(22,5%-30,5%)	24,50%	25,71%	A1	1,1
18	Secubono 118	⊕ Z	Carsa S.A.	149,18	B+2%(22,5%-30%)	25,49%	26,07%	AAA	4,3
19	Sucrédito XII		Valle Fértil S.A.	101,01	B+3%(22,5%-30,5%)	28,50%	29,52%	AAA	5,9
TOTAL				1.776,7					
Ref	Fideicomiso	Participación FirstCFA / Z&A	Fiduciante	Monto (USD M)	Título Senior				
					Cupón	Tasa de Corte	Calif.	Dur	
12	Galileo Rental Oil & Gas III		Galileo Rental S.A.	2,85	4,00%	7,00%		AA	18,2
TOTAL				2,9					

⊕ Participación First Corporate Finance Advisors S.A. como Asesor Financiero.
 Z Participación Zubillaga & Asociados S.A. como Agente de Control y Revisión.
 (*) Rendimiento Real calculado con tasa badlar informada en el día de la colocación.

Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR

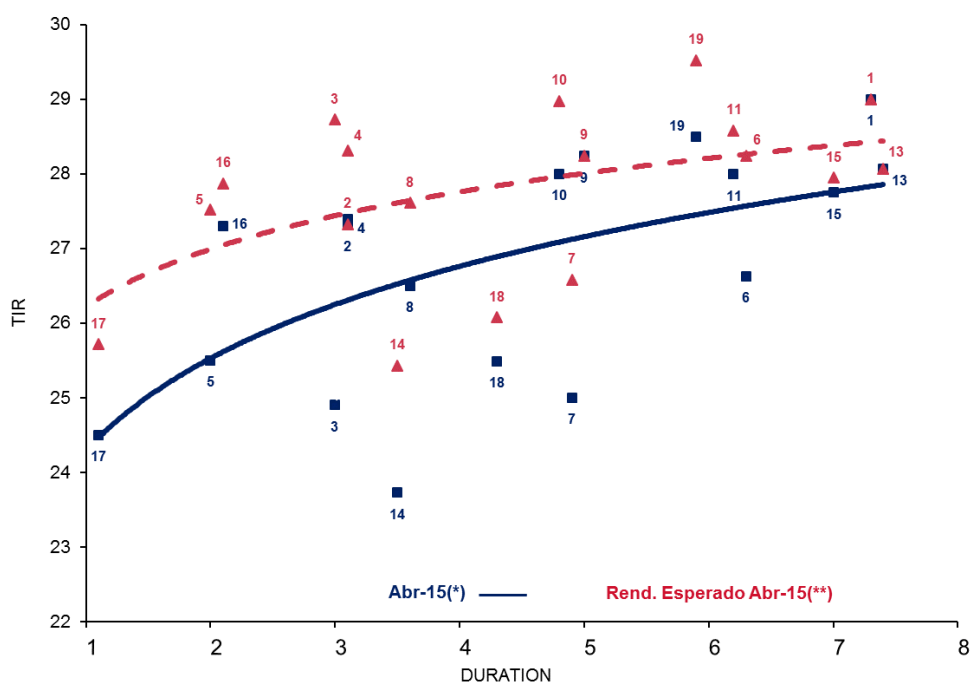
² Las emisiones en dólares se expresan considerando el tipo de cambio vendedor de Banco Nación del día hábil anterior a la colocación del fideicomiso.

En el cuarto mes del año, no se emitieron fideicomisos que se encuentren comprendidos en el punto 35.8.1 Inciso k) de la Resolución N°37.163 de la Superintendencia de Seguros de la Nación.

La tasa de corte informada para los bonos senior colocados promedió el 26,55% (TNA 23,78%), lo que significa un incremento en las tasas de 216 bps en comparación a las colocaciones efectuadas en marzo. Asimismo, el spread sobre la Tasa Badlar se ubicó en 2,96%, lo cual implica un aumento mensual de 184 bps.

Por otra parte, si se recalcula el rendimiento del título considerando la tasa de corte informada y la Tasa Badlar informada en el día de la colocación, el “rendimiento esperado” para los bonos senior promedió 27,76% (TNA 24,75%). De este modo, el spread sobre la Tasa Badlar se ubicó en 394 bps, lo que representa una suba mensual de 17 bps.

Figura 2 Curva de rendimientos de Títulos Senior de Fideicomisos Financieros en Pesos – Abril de 2015.



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

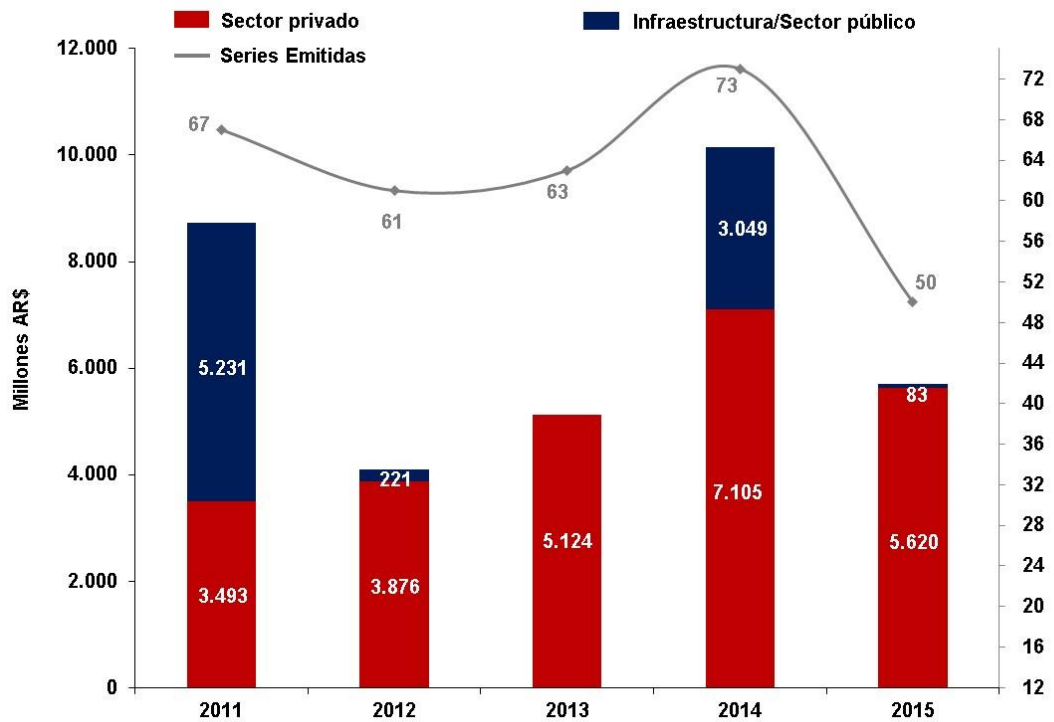
(*) Para el cálculo de la tasa de corte se consideró el cupón mínimo como tasa aplicable.

(**) Para el cálculo del rendimiento esperado se consideró que la Tasa Badlar del día de la colocación se mantiene constante hasta la amortización final de cada título.

Durante abril, todos los títulos senior en pesos fueron emitidos con cupón variable. Entre estos bonos, el 67% tuvo una duration inferior a los 5 meses y el 33% restante se ubicó en el rango de duration de 5 a 10 meses.

En la siguiente figura se representan las emisiones de fideicomisos financieros realizadas durante el mes de abril en los últimos cinco años. Veremos que en cuanto a cantidad de transacciones, el acumulado al cuarto mes de 2015 arroja el menor valor desde 2011, al igual que en los meses previos.

Figura 3 Evolución de Fideicomisos Financieros en pesos (excluyendo sintéticos). Período: 2011 - 2015.



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

2. Acciones

Durante el cuarto mes del año el índice Merval registró una suba del 11,19%, ubicándose en los 12.050,19 puntos. Medido en dólares, el indicador registró una baja del mensual del 10,1% y cerró el mes 1.352,92 puntos.

Figura 4 BCBA – Variaciones mensuales y anuales

Panel Líder Merval				PANEL LÍDER MERVAL			
Cotización	Var. % ABR	Var. % ABR-14 / ABR-15		Mayor Alza de Acciones			
				Var. %			
				ABR	ABR-14/	ABR-15	
Aluar	10,90	-6,84%	172,30%				
Petroleo Brasileiro	55,70	49,93%	-19,51%	Petroleo Brasileiro	49,93%	-19,51%	
Banco Macro	66,00	-5,65%	128,40%	YPF	8,90%	27,46%	
Sociedad Comercial del Plata	3,46	-3,08%	264,21%	Tenaris	8,07%	-14,93%	
Edenor	8,51	-12,54%	81,84%				
Siderar	7,35	-3,41%	95,18%	Baja de Acciones			
BBVA Francés	78,20	-4,05%	147,40%	Var. %			
Grupo Financiero Galicia	26,20	-5,59%	97,43%	ABR	ABR-14/	ABR-15	
Pampa Holding	7,78	-7,27%	166,44%	Edenor	-12,54%	81,84%	
Tenaris	183,50	8,07%	-14,93%	Pampa Holding	-7,27%	166,44%	
YPF	361,00	8,90%	27,46%				

Panel PYME				Mayor Alza de Acciones		
Cotización	Var. % ABR	Var. % ABR-14 / ABR-15		Var. %		
				ABR	ABR-14/	ABR-15
Insuagro	13,00	0,00%	100,00%	Ovoprot International	8,33%	100,00%
Ovoprot International	11,55	2,67%	23,40%			
Meranol	10,47	0,00%	2,47%			

INDICES BURSATILES (en USD)					
	Cierre	Var. %		Cierre	Var. %
Dow Jones	17.840,72	0,36%	Nikkei	163,51	2,27%
S&P 500	2.085,51	0,85%	Bovespa	18.652,97	16,57%
Nasdaq	4.941,42	0,83%	Merval	1.352,92	10,10%
FTSE	10.685,26	6,47%	México	2.904,30	1,38%

COMMODITIES (en USD)					
	Cierre ABR	Var. % ABR		Cierre ABR	Var. % ABR
Petróleo (WTI)	58,62	22,97%	Trigo	171,60	-8,74%
Oro onza Troy	1.184,37	0,07%	Maiz	142,71	-3,65%
Plata	16,15	-3,04%	Soja	359,54	0,54%

Fuente. Elaboración propia en base a IAMC, Bloomberg y Ámbito Financiero

Durante mencionado mes, las acciones presentaron resultados mixtos, con 35 papeles en alza y 35 en baja y 3 sin cambios, a lo largo de las 20 ruedas. En cuanto a las empresas del panel líder, 3 especies obtuvieron resultados positivos y las restantes 8 cerraron el mes con caídas.

El monto total operado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires totalizó AR\$ 55.239 M, con un promedio diario de AR\$ 2.761 M; un 12,98% por encima del monto promedio registrado en marzo. Las negociaciones en acciones totalizaron AR\$ 4.878 M, con un promedio diario de AR\$ 243,9 M, un 2,41% por debajo de los valores registrados en el mes precedente.

En el plano internacional, las bolsas de la región tuvieron comportamientos mayormente positivos. El índice Bovespa, de la bolsa de Brasil, mostró una suba del 9,93% en moneda local y del 16,57% si se lo mide en dólares. El Mexbol de la Bolsa de México registró una suba del 1,96% en moneda local y del 1,38% si se lo considera en dólares.

3. Bonos Soberanos

Respecto de los bonos en pesos indexados, la mayoría experimentaron performance negativa en abril, destacándose el Bocon 2016 con una disminución mensual del 10,3%. Entre los que exhibieron comportamiento positivo se destaca el Discount Pesos 2010, con una suba del 3,8%.

Al contrario del mes precedente, la mayoría de los bonos en pesos mostraron resultados positivos, sobresaliendo el BONAR 2019 con un crecimiento del 6,5%. El único bono en pesos que mostró un resultado negativo fue el Bocon Prov. 4°, con una disminución del 13,5%. En el mes bajo análisis, se añadió el Bono del Tesoro Nacional, BONAC 2016.

Asimismo, en lo que se refiere a las emisiones nominadas en dólares, el Discount USD NY 2010 y el Global 2017 obtuvieron resultados positivos con un alza de 3,2% y 1,9%, respectivamente. Por otro lado, el Par USD AR 2010 lidera el grupo de los que vivenciaron comportamiento negativo, con una caída del 9,9%.

En relación a los títulos públicos atados al dólar (dollar-linked), el BONAD 2016 retrocedió 2,7%, mientras que el BONAD 2018 creció en 1,7%.

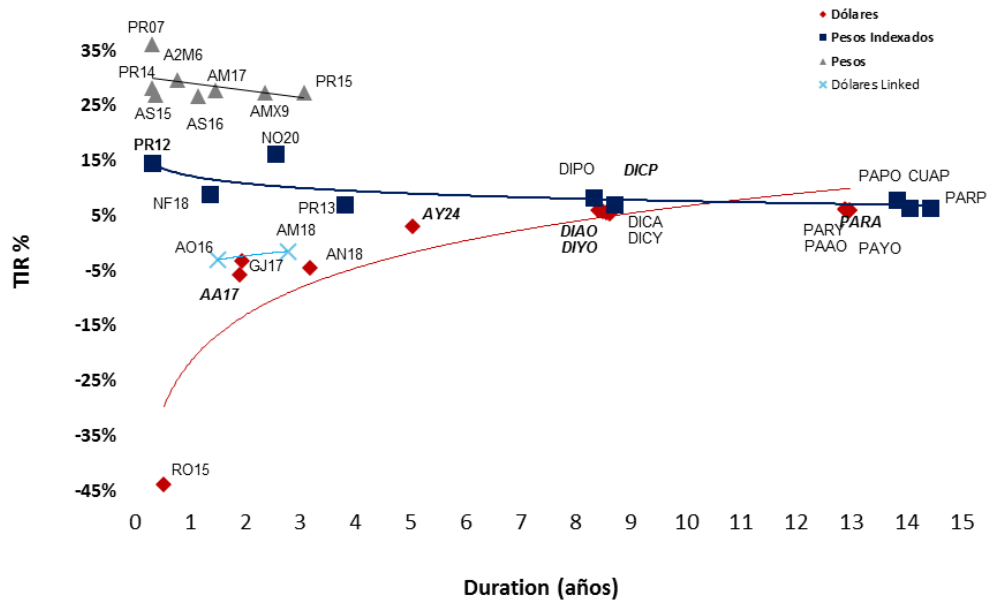
Figura 5 BCBA – Bonos soberanos – Datos técnicos al 30-04-15

		En PESOS					Var.Precio	
Cód.	Descripción	Cierre 30-04-15	Paridad	TIR Anual	MD	30d	YTD	
<i>Pesos Indexados</i>								
PR12	Bocon 2016	28,3	96,3%	14,5%	0,3	-10,3%	-57,7%	
NF18	Bogar 2018	137,9	91,5%	8,8%	1,4	-2,9%	-15,8%	
NO20	Bogar 2020	187,2	70,0%	16,2%	2,5	-1,7%	-5,1%	
PR13	Bocon 2024	279,5	82,2%	7,1%	3,8	-0,9%	8,3%	
DICP	Discount Pesos 2005	369,0	90,4%	7,1%	8,7	0,0%	30,6%	
PARP	Par Pesos 2005	157,5	50,0%	6,4%	14,4	-3,4%	72,1%	
PAP0	Par Pesos 2010	129,0	40,9%	7,8%	13,8	-4,4%	48,3%	
DIP0	Discount Pesos 2010	332,1	81,4%	8,3%	8,3	3,8%	15,7%	
CUAP	Cuasipar	278,0	62,9%	6,4%	14,1	0,4%	70,6%	
<i>Pesos</i>								
AS15	BONAR 15	21,3	100,1%	28,1%	0,3	1,7%	-67,5%	
AS16	BONAR 16	100,7	98,4%	26,6%	1,1	3,8%	-	
PRO7	Bocon Prov. 4° en \$	6,3	90,7%	36,1%	0,3	-13,5%	-58,2%	
PR14	Bocon Cons. 7°	75,2	98,6%	27,0%	0,4	2,6%	-25,0%	
PR15	Bocon Cons. 8°	156,3	87,6%	27,4%	3,1	6,0%	-2,3%	
AM17	BONAR 2017	99,0	96,8%	27,6%	1,5	2,1%	-	
AMX9	BONAR 2019	100,2	96,7%	27,2%	2,4	6,5%	-0,6%	
A2M6	BONAC 2016	102,0	99,4%	29,7%	0,8	-	-	
		En DOLARES						
Cód.	Descripción	Cierre 30-04-15	Paridad	TIR Anual	MD	Var.Precio		
<i>Dólares</i>								
RO15	Boden 2015	1.168,5	130,3%	-43,8%	0,5	-0,5%	20,8%	
AA17	BONAR X	1.135,0	126,9%	-5,8%	1,9	-4,8%	24,8%	
AN18	BONAR 2018	1.400,0	151,2%	-4,5%	3,2	0,0%	18,6%	
AY24	BONAR 2024	1.234,0	132,7%	2,9%	5,0	0,0%	0,0%	
DICY	Discount USD NY 2005	1.660,0	129,1%	5,3%	8,6	-1,1%	42,5%	
DICA	Discount USD AR 2005	1.590,0	123,7%	5,8%	8,5	-4,2%	23,3%	
PARY	Par USD NY 2005	670,0	75,0%	5,9%	13,0	-3,2%	59,5%	
PARA	Par USD AR 2005	670,0	75,0%	5,9%	13,0	-9,5%	52,3%	
PAA0	Par USD AR 2010	655,0	73,3%	6,1%	12,9	-9,9%	56,0%	
PAY0	Par USD NY 2010	658,0	73,7%	6,1%	12,9	-6,0%	58,9%	
DIA0	Discount USD AR 2010	1.561,0	121,4%	6,0%	8,4	-2,0%	24,9%	
DIY0	Discount USD NY 2010	1.630,0	126,8%	5,5%	8,6	3,2%	41,7%	
GJ17	Global 2017	1.155,0	125,0%	-3,2%	1,9	1,9%	18,2%	
<i>Dólares Linked</i>								
AO16	BONAD 2016	957,5	107,4%	-3,1%	1,5	-2,7%	-	
AM18	BONAD 2018	997,0	111,6%	-1,5%	2,8	1,7%	-	

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC

Figura 6

Evolución de la curva de rendimientos de títulos en moneda nacional, moneda nacional indexada, títulos en USD y títulos dollar-linked. Datos al 30-04-15.



Fuente. Elaboración propia en base a IAMC y MAE

4. Obligaciones Negociables

Durante el mes de abril, 10 compañías emitieron deuda en el mercado de capitales. En total se colocaron 13 series: un Valor de Corto Plazo y el resto bajo Régimen General. Asimismo, quedaron dos series desiertas.

Las emisiones totales en pesos alcanzaron un volumen de AR \$ 2.155 M, mientras que las emisiones dollar-linked totalizaron USD 1.555 M.

En este periodo no se registraron emisiones comprendidas en el punto 35.8.1 Inciso k) de la Resolución N°37.163 de la Superintendencia de Seguros de la Nación.

Por otro lado, el spread promedio sobre Tasa Badlar (considerando los títulos que licitaron margen) se situó en 4,64%, lo cual representó un aumento intermensual de 73 bps.

Teniendo en cuenta todas las emisiones en pesos registradas en el mes bajo análisis, el promedio de la tasa real de corte se ubicó en 28,38% (TNA 25,24%), lo que significó un crecimiento de 2 bps en comparación a marzo.

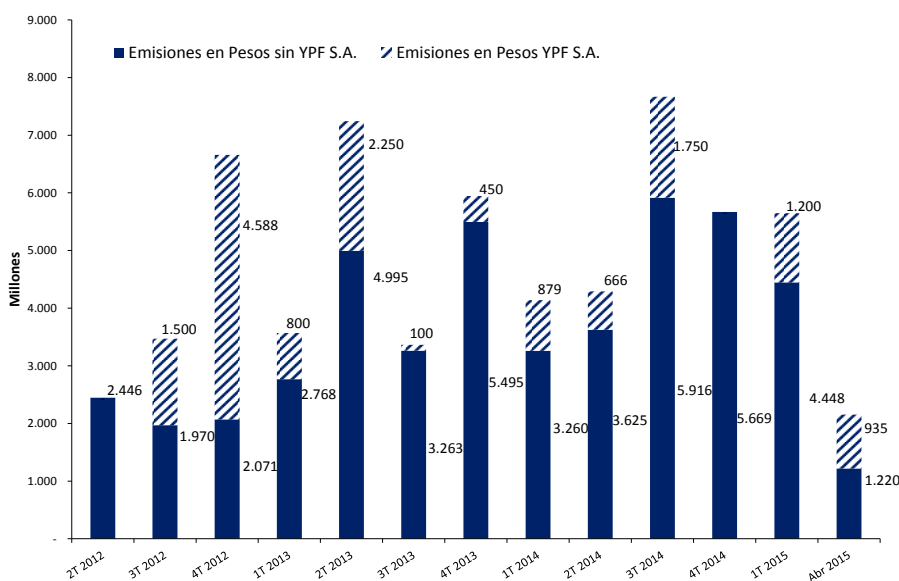
Figura 7 Obligaciones Negociables colocadas en abril de 2015

Empresa	Serie/Clase	Monto (M)	MDA	Plazo	Dur	Tasa / Margen de Corte	Cupón	Tipo	Calif.	TIR
YPF S.A.	Clase XXXVIII	935,00	AR	60 meses	32,52	Margen 4,75%	Badlar + Margen	ON	AA	27,0%
BACS BANCO DE CRÉDITO Y SEC. S.A.	Clase V	150,00	AR	21 meses	15,84	Tasa 27,48%	Fija 9 meses, luego Badlar + 4,5%	ON	AA	29,3%
TARSHOP S.A.	Clase XX	69,10	AR	9 meses	8,52	Tasa 27,50%	Fija	ON	A1	30,5%
	Clase XXI	80,50	AR	18 meses	15,84	Tasa 28,50%	Fija 12 meses, luego Badlar + 5%	ON	AA-	30,7%
ROCH S.A.	Clase 1	Desierta	AR	18 meses	Desierta	Tasa Desierta	Fija 9 meses, luego Badlar + 5%	ON	BBB	0,0%
	Clase 2	15,00	USD	24 meses	22,32	Tasa 6,50%	Fija	ON	BBB	6,5%
YPF S.A.	Clase XXXIX	1.500,00	USD	120 meses	48,90	Tasa 8,50%	Fija	ON	S/C	8,5%
TARJETA NARANJA S.A.	Clase XXIX	334,03	AR	24 meses	19,20	Tasa 27,75%	Fija 12 meses, luego Badlar + 4,5%	ON	AA-	29,4%
MERCEDES BENZ COMPAÑÍA FIN. ARG. S.A.	Clase 22	38,20	AR	12 meses	11,11	Tasa 26,40%	Fija	ON	A1+	29,1%
	Clase 23	111,80	AR	18 meses	14,68	Margen 3,69%	Badlar + Margen	ON	AA	27,4%
PETROLERA PAMPA S.A.	Clase 6	49,87	AR	18 meses	15,60	Tasa 27,25%	Fija 9 meses, luego Badlar + 4,5%	ON	BBB+	29,3%
	Clase 12	137,00	AR	12 meses	10,80	Tasa 28,50%	Fija	VCP	A2	31,7%
COMPAÑÍA GENERAL DE COMBUSTIBLES S.A.	Clase 3	Desierta	AR	18 meses	Desierta	Tasa Desierta	Fija 9 meses, luego Badlar + 4,5%	ON	AA-	0,0%
	Clase 4	40,00	USD	24 meses	23,16	Tasa 4,75%	Fija	ON	AA-	4,8%
COMPAÑÍA FINANCIERA ARGENTINA S.A.	Clase XIV	249,00	AR	21 meses	15,48	Tasa 27,24%	Fija 9 meses, luego Badlar + 4,25%	ON	AA-	28,8%

Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

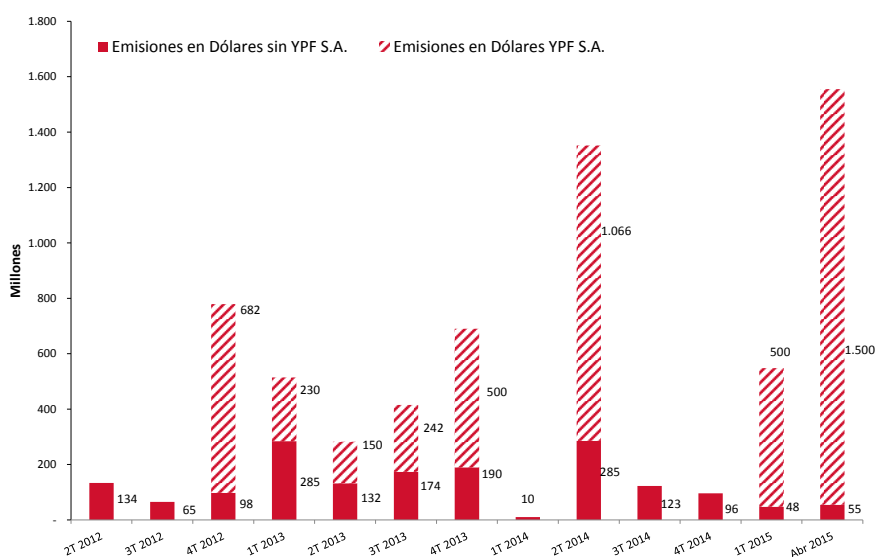
En las figuras presentadas a continuación se expone la evolución en las colocaciones, tanto en pesos como en dólares, desde el segundo trimestre del 2012, diferenciando las emisiones de YPF S.A. de las del resto de las emisoras.

Figura 8 A) Emisiones en Pesos de Obligaciones Negociables.



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

Figura 9 B) Emisiones de Obligaciones Negociables dolar-linked

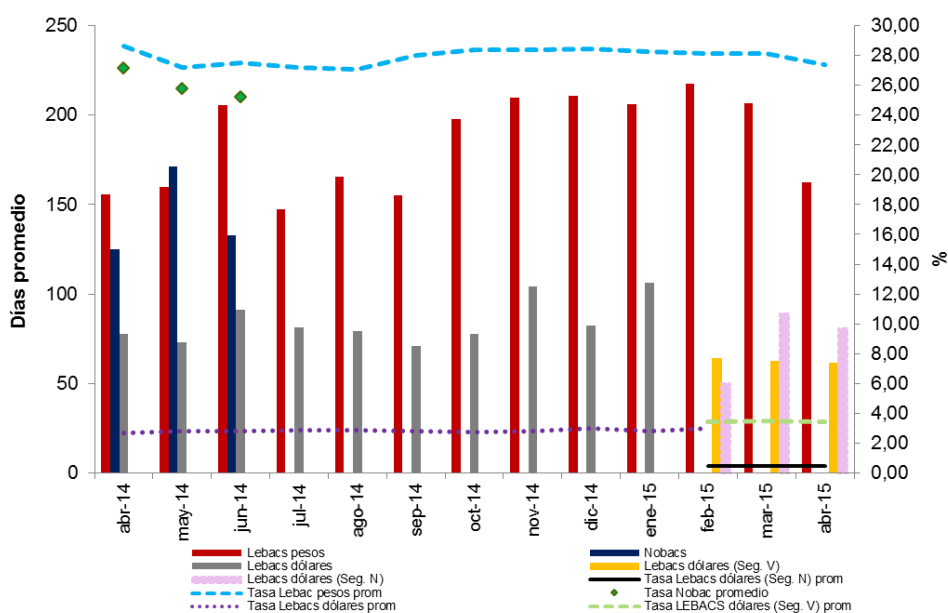


Fuente. Elaboración propia en base a BCBA y BCR.

5. Lebacs y Nobacs

Durante el mes de abril, el Banco Central colocó Letras en pesos por AR\$ 56.863 M y Letras en dólares por USD 839 M. De estas últimas, USD 800 M correspondieron al Segmento V y USD 39 M pertenecieron al Segmento N³.

Figura 10 Días y tasas promedio de las licitaciones Lebacs y Nobacs.

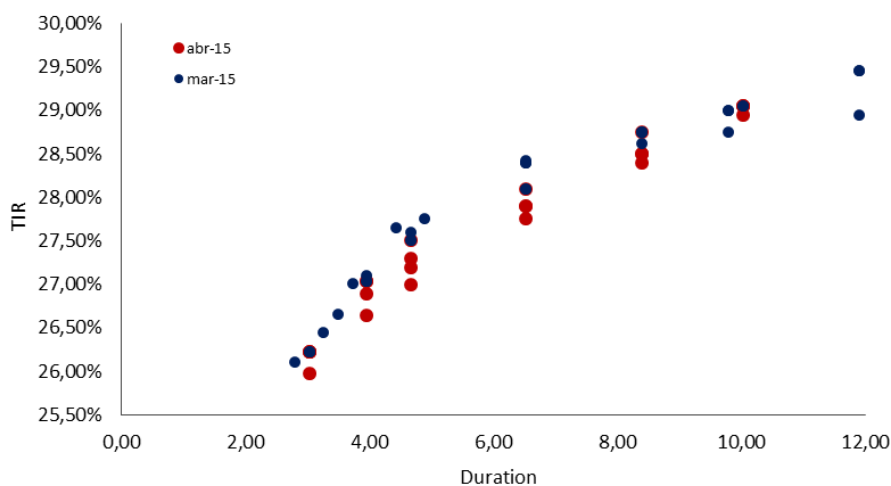


Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

³ Según la Comunicación "A" 5711 del día 10 de febrero de 2015. Para mayor detalle, ingresar a <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/P50522.pdf>

El plazo promedio de las colocaciones de Lebac en pesos fue de 163 días aproximadamente, mientras que la tasa promedio ponderada pagada alcanzó el 27,37%. Por otro lado, el plazo promedio de las colocaciones de Lebac en dólares del Segmento V y del Segmento N ascendió a 61 y 81 días, respectivamente, y las tasas promedio ponderadas pagadas por estas fueron 3,44% y 4,07%.

Figura 11 Curva de rendimientos de Lebac en pesos- marzo y abril 2015



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA

6. Cheques de Pago Diferido

En el mes de abril se negociaron AR\$ 365 M en el mercado de cheques diferidos, lo que representó una disminución mensual de 3% y un incremento de 50,8%, respecto a igual mes de 2014.

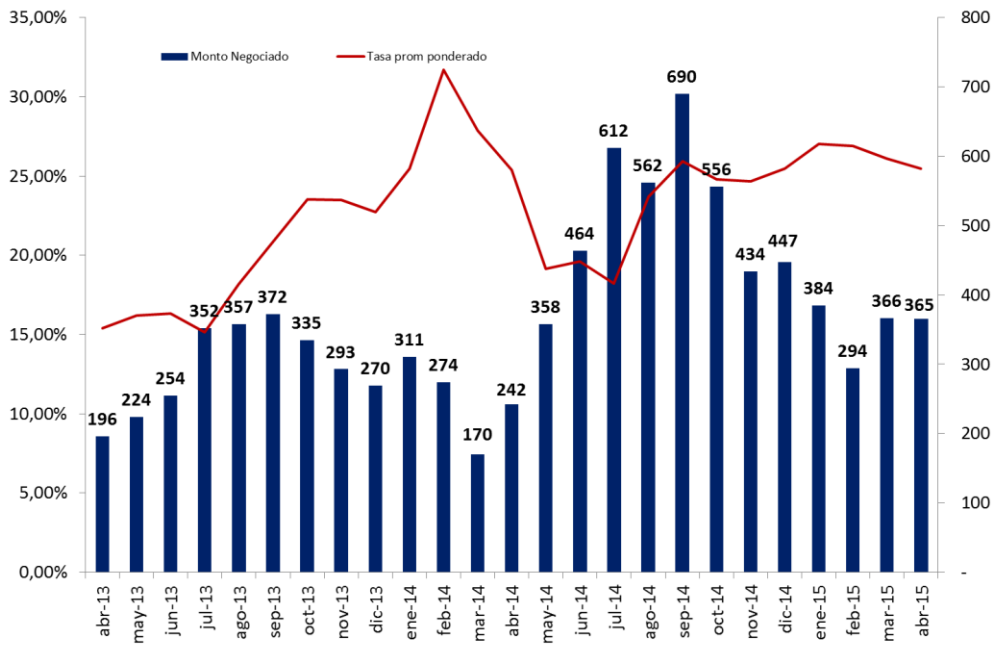
En total se negociaron 5.568 unidades, 6,6% más que el mes anterior. Asimismo, la proporción de CPD avalados fue de 95,3% y el plazo promedio del total negociado disminuyó a 154 días, siendo el menor valor desde abril de 2014.

La tasa promedio para los CPD avalados fue 24,9%, mientras que para los patrocinados fue de 36,9%.

Dentro de los cheques avalados, el 34,8% de las transacciones se concentraron en plazos de hasta 90 días, el 32,3% entre 90 y 180 días y el 32,9% restante, en plazos mayores a los 180 días.

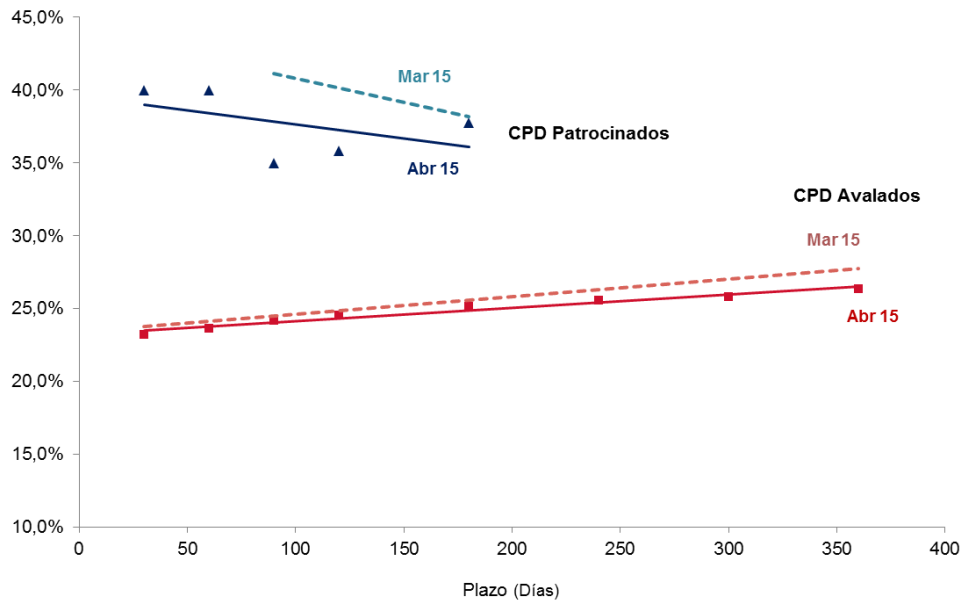
En cuanto a los patrocinados, las operaciones con plazos hasta 90 días abarcaron el 6,3% y el 93,7% se concentró en plazos mayores a 90 días.

Figura 12 Negociación Bursátil de Cheques de Pago Diferido



Fuente. Elaboración propia en base a IAMC

Figura 13 Curva de rendimientos de Cheques de Pago Diferido (Promedio por plazo)



Fuente. Elaboración propia en base a BCBA

La tasa de interés promedio ponderada de los cheques de pago diferido totales de abril registró una disminución intermensual del 2,4%, alcanzando un valor de 25,46%.



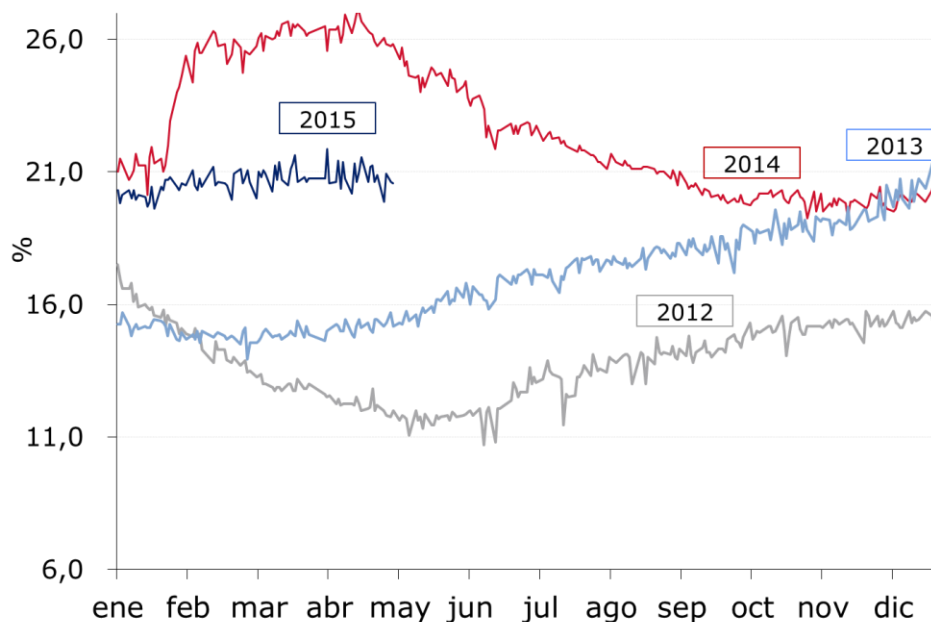
1. Tasas de Interés

Al 30 de abril, la tasa de interés promedio del mercado de Call disminuyó respecto al mes pasado, al igual que la Badlar bancos privados.

El promedio mensual al 30 de abril de la tasa de captación de fondos a nivel mayorista (BADLAR Bancos Privados) fue de 20,82%, cayendo 8 bps respecto al promedio del mes anterior. A nivel minorista, la tasa de encuesta realizada por el BCRA, en promedio, presentó una disminución intermensual de 21 bps, cerrando en 22,54%.

En el mercado interbancario, la tasa de Call en promedio disminuyó 385 bps en relación a marzo, cerrando al 30 de abril en 16,88%.

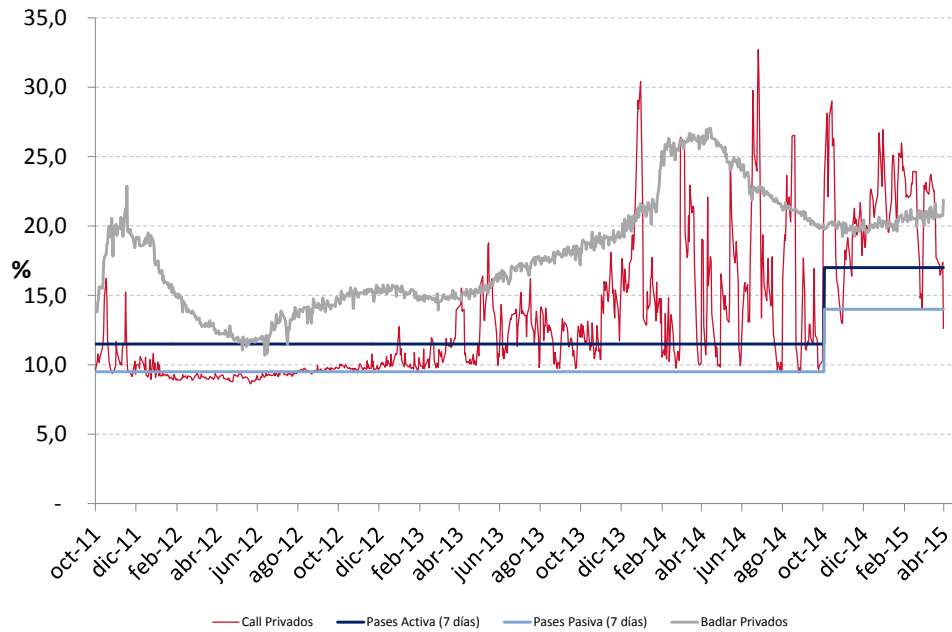
Figura 14 Evolución tasa Badlar: evolución diaria comparativa 2012-2015



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-15

Durante el mes bajo análisis, el BCRA mantuvo las tasas de pasivos activas y pasivas de 7 días en 17% y 14%, respectivamente.

Figura 15 Tasas de corto plazo

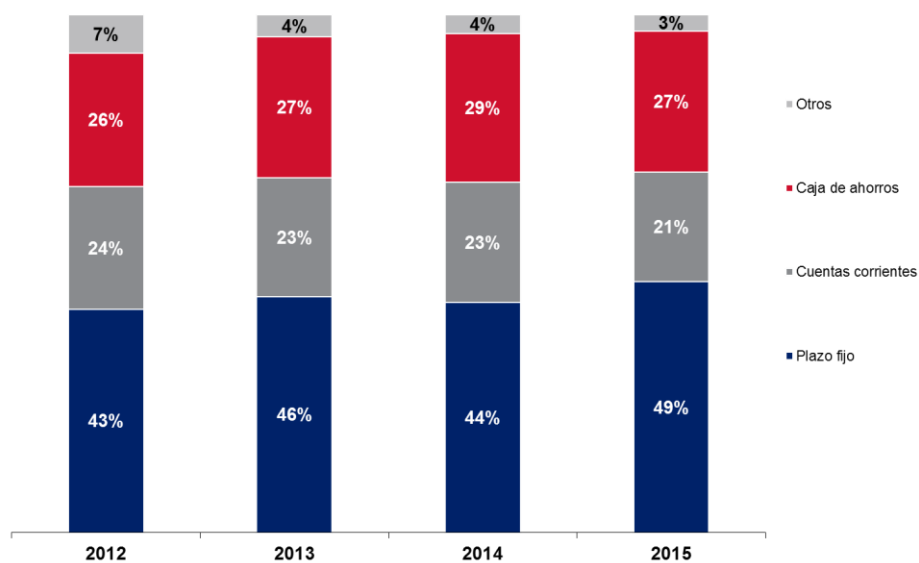


Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-15

2. Depósitos⁴

Al 30 de abril, los depósitos promedio del sistema financiero totalizaron AR\$ 1.079.043⁵ M, que medidos contra el monto promedio de marzo, representan un incremento de 1,0%. En términos interanuales, la tasa de crecimiento de la captación de fondos ascendió a 29,0%.

Figura 16 Composición de los Depósitos totales del Sistema Financiero



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-15

⁴ Promedio de saldos diarios informados durante el mes.

⁵ Incluye los depósitos en dólares según tipo de cambio de referencia del Banco Central.

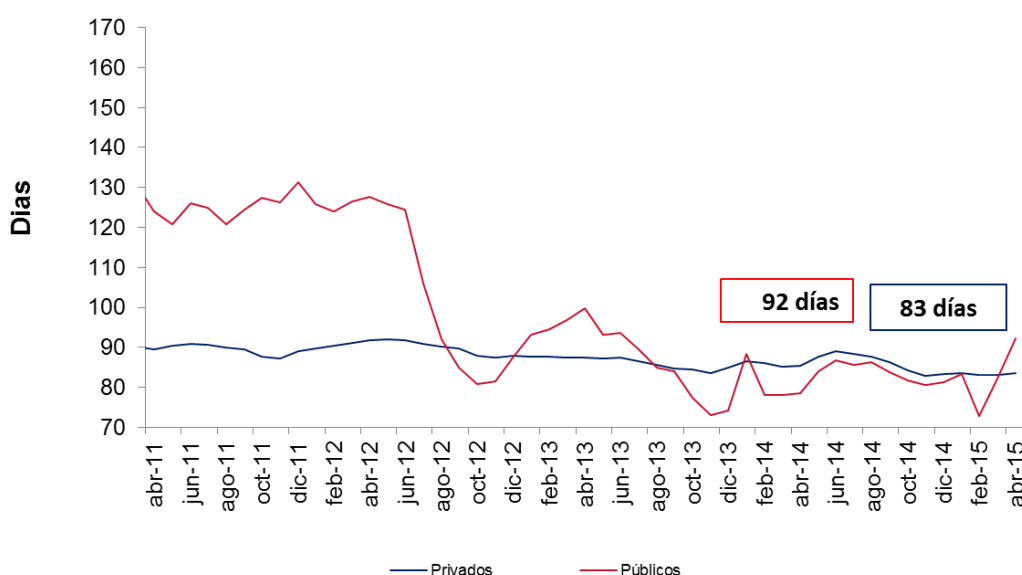
Si se analizan los depósitos totales promedio por tipo de moneda, los nominados en pesos se incrementaron en 1,3% con respecto al mes anterior y aumentaron 29,3% en forma interanual, alcanzando AR\$ 992.690 M.

En cuanto a los nominados en dólares, los mismos disminuyeron 3,0% respecto al mes previo y aumentaron 14,1% en términos interanuales.

Los depósitos a Plazo Fijo en moneda nacional dentro del sector privado aumentaron 6,2%, mientras que en dólares tuvieron una variación mensual del 1,2%. A su vez, las colocaciones mayoristas en ambas monedas (mayores a \$1 M) aumentaron 7,7%.

En referencia a los plazos de colocación dentro del sector privado, los mismos se mantuvieron con respecto a marzo, en un promedio de 83 días.

Figura 17 Plazos Fijos: evolución de los días promedio de colocación (abril-11 a abril-15)



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-15

Considerando los saldos diarios informados al 30 de abril, los depósitos promedio del sector privado aumentaron 3,3% respecto del mes precedente, alcanzando AR\$ 768.519 M. Dentro de esta categoría, los depósitos realizados en Plazo Fijo, presentaron un incremento mensual del 5,8%.

Los depósitos promedio del sector público disminuyeron 4,2% respecto a marzo, alcanzando AR\$ 310.524 M. Dentro de esta categoría, los depósitos realizados en Plazo Fijo disminuyeron un 20,1%.

Figura 18 Variación mensual de Depósitos Privados

	Sector Privado										
	Var. Mensuales				Var. Anuales				Total USD		
	Total	% s/ Dep.Tot.	C.C. + C.A.	P.F.	Total	C.C. + C.A.	P.F.	Total	Tot. en USD	Var. Mens.	% s/ Dep Tot.
2013											
Ene	424.043	67,1%	1,3%	5,7%	3,1%	26,4%	36,9%	30,6%	7.878	0,4%	9,6%
Feb	428.451	66,3%	-0,4%	2,1%	1,0%	24,1%	35,6%	29,1%	7.668	-2,7%	9,4%
Mar	433.546	66,5%	0,2%	2,5%	1,2%	22,5%	34,1%	27,6%	7.526	-1,9%	9,2%
Abr	441.488	66,1%	1,8%	1,4%	1,8%	21,9%	33,2%	27,0%	7.407	-1,6%	9,1%
May	448.088	65,5%	0,8%	2,5%	1,5%	19,8%	34,7%	26,4%	7.327	-1,1%	9,0%
Jun	459.984	66,2%	4,4%	0,9%	2,7%	24,6%	36,3%	29,5%	7.153	-2,4%	8,7%
Jul	473.100	66,8%	3,6%	2,4%	2,9%	24,6%	38,3%	30,1%	7.072	-1,1%	8,5%
Ago	479.626	66,6%	-1,2%	4,2%	1,4%	23,4%	38,0%	29,7%	6.946	-1,8%	8,4%
Sep	491.204	66,7%	2,2%	2,8%	2,4%	25,1%	37,1%	30,2%	6.952	0,1%	8,5%
Oct	501.652	66,4%	2,1%	2,2%	2,1%	26,8%	36,3%	30,8%	6.966	0,2%	8,4%
Nov	509.948	65,9%	0,7%	2,6%	1,7%	24,6%	36,1%	29,6%	6.827	-2,0%	8,3%
Dic	526.678	67,2%	6,5%	-0,1%	3,3%	24,0%	33,4%	28,0%	6.803	-0,4%	8,4%
2014											
Ene	539.450	69,6%	1,7%	3,5%	2,4%	24,4%	30,6%	27,2%	7.157	5,2%	9,7%
Feb	550.559	68,5%	-0,4%	4,5%	2,1%	24,3%	33,7%	28,5%	7.270	1,6%	10,6%
Mar	558.144	68,5%	-1,2%	3,8%	1,4%	22,7%	35,4%	28,7%	6.844	-5,9%	9,9%
Abr	574.700	68,7%	1,4%	4,7%	3,0%	22,1%	39,7%	30,2%	6.710	-2,0%	9,5%
May	589.533	69,4%	3,3%	2,1%	2,6%	25,2%	39,1%	31,6%	7.169	6,8%	10,0%
Jun	605.403	69,8%	5,3%	0,3%	2,7%	26,3%	38,3%	31,6%	7.187	0,3%	9,8%
Jul	620.200	70,5%	5,4%	-0,2%	2,4%	28,5%	34,8%	31,1%	7.124	-0,9%	9,5%
Ago	625.816	70,0%	0,4%	1,4%	0,9%	30,7%	31,1%	30,5%	7.118	-0,1%	9,6%
Sep	636.122	69,8%	2,1%	1,2%	1,6%	30,6%	29,0%	29,5%	7.146	0,4%	9,6%
Oct	647.781	69,3%	2,6%	0,9%	1,8%	31,3%	27,5%	29,1%	7.175	0,4%	9,5%
Nov	661.253	69,2%	2,1%	1,9%	4,3%	33,2%	26,6%	25,5%	7.268	1,3%	9,5%
Dic	685.877	69,1%	6,4%	1,0%	2,3%	33,0%	28,0%	21,9%	7.323	0,8%	9,2%
2015											
Ene	702.522	70,3%	2,2%	3,3%	-4,4%	33,6%	27,8%	17,8%	7.337	0,2%	9,3%
Feb	721.696	69,1%	1,5%	4,0%	4,4%	36,1%	27,1%	19,1%	7.786	6,1%	9,4%
Mar	743.857	69,6%	0,6%	5,9%	0,4%	38,6%	29,6%	17,1%	8.004	2,8%	9,5%
Abr	768.519	71,2%	0,9%	5,8%	2,8%	38,0%	30,9%	19,3%	7.857	-1,8%	9,1%

Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-15

Figura 19 Variación mensual de Depósitos Públicos

	Sector Público										
	Var. Mensuales				Var. Anuales				Total USD		
	Total	% s/ Dep.Tot.	C.C. + C.A.	P.F.	Total	C.C. + C.A.	P.F.	Total	Tot. en USD	Var. Mens.	% s/ Dep Tot.
2013											
Ene	207.680	32,9%	-0,4%	-5,2%	-2,1%	41,3%	11,7%	27,3%	1.880	12,2%	4,5%
Feb	217.450	33,7%	-3,2%	16,4%	4,7%	38,5%	16,6%	27,4%	1.499	-20,3%	3,5%
Mar	218.138	33,5%	1,6%	-1,2%	0,3%	41,2%	13,4%	27,1%	1.213	-19,1%	2,9%
Abr	226.108	33,9%	6,6%	0,1%	3,7%	48,5%	10,9%	29,2%	1.165	-4,0%	2,8%
May	235.727	34,5%	2,3%	7,3%	4,3%	43,5%	16,2%	29,7%	1.185	1,7%	2,7%
Jun	235.139	33,8%	4,1%	-6,1%	-0,2%	42,3%	13,0%	28,5%	1.339	13,0%	3,1%
Jul	235.018	33,2%	1,9%	-2,5%	-0,1%	33,7%	16,1%	25,7%	1.429	6,7%	3,4%
Ago	240.114	33,4%	1,6%	2,7%	2,2%	35,3%	10,7%	24,2%	1.291	-9,7%	3,1%
Sep	244.786	33,3%	1,9%	1,6%	1,9%	39,3%	-0,7%	20,0%	1.396	8,1%	3,4%
Oct	253.576	33,6%	1,9%	5,2%	3,6%	35,4%	3,4%	20,9%	1.405	0,6%	3,4%
Nov	263.318	34,1%	0,5%	8,5%	3,8%	24,8%	15,4%	21,4%	1.448	3,1%	3,5%
Dic	257.632	32,8%	6,4%	-14,6%	-2,2%	27,7%	8,9%	21,4%	1.576	8,8%	4,1%
2014											
Ene	235.824	30,4%	-1,4%	-21,8%	-8,5%	26,5%	-10,2%	13,6%	1.790	13,5%	5,7%
Feb	253.560	31,5%	-4,3%	32,2%	7,5%	25,1%	2,0%	16,6%	1.726	-3,6%	5,7%
Mar	256.172	31,5%	1,1%	1,0%	1,0%	24,5%	4,3%	17,4%	1.656	-4,1%	5,4%
Abr	261.942	31,3%	6,1%	-3,1%	2,3%	24,0%	0,9%	15,8%	1.678	1,3%	5,4%
May	260.022	30,6%	2,2%	-5,7%	-0,7%	23,9%	-11,4%	10,3%	1.327	-20,9%	4,4%
Jun	262.245	30,2%	10,8%	-15,6%	0,9%	31,9%	-20,4%	11,5%	1.551	16,9%	5,1%
Jul	259.886	29,5%	-0,8%	-2,3%	-0,9%	28,4%	-20,2%	10,6%	1.568	1,1%	5,2%
Ago	268.158	30,0%	1,0%	9,7%	3,2%	27,6%	-14,7%	11,7%	1.262	-19,5%	4,2%
Sep	275.462	30,2%	2,6%	3,6%	2,7%	28,5%	-13,0%	12,5%	1.313	4,0%	4,2%
Oct	286.309	30,7%	5,0%	2,0%	3,9%	32,4%	-15,7%	12,9%	1.244	-5,2%	3,9%
Nov	294.842	30,8%	4,5%	-0,3%	3,0%	37,6%	-22,5%	12,0%	1.307	5,1%	4,0%
Dic	307.012	30,9%	9,9%	-9,4%	4,1%	42,1%	-17,7%	19,2%	1.752	34,0%	4,6%
2015											
Ene	297.133	29,7%	-11,4%	16,6%	-3,2%	27,6%	22,7%	26,0%	1.579	-9,9%	5,3%
Feb	322.743	30,9%	-4,6%	38,0%	8,6%	27,3%	28,1%	27,3%	1.639	3,8%	4,6%
Mar	324.149	30,4%	9,5%	-12,1%	0,4%	37,8%	11,6%	26,5%	1.857	13,3%	5,3%
Abr	310.524	28,8%	3,9%	-20,1%	-4,2%	35,0%	-8,0%	18,5%	1.713	-7,8%	5,2%

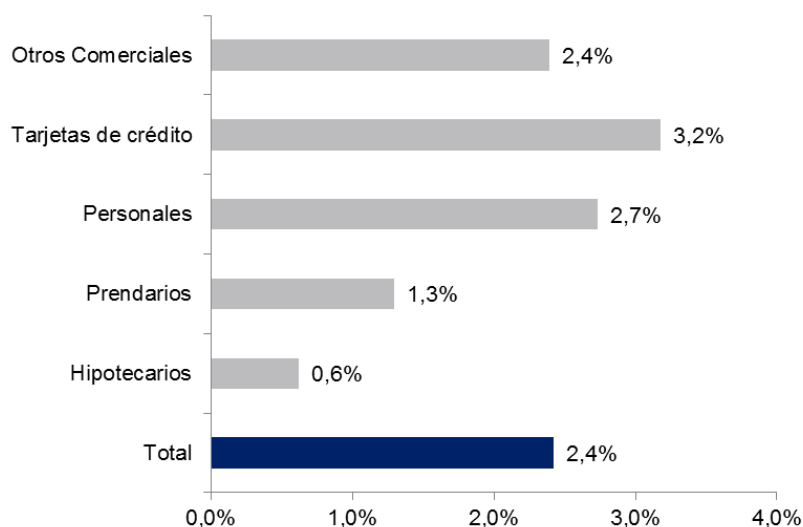
Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos al 30-04-15

3. Préstamos⁶

Al 30 de abril de 2015, la banca totalizaba una suma promedio de AR\$ \$ 628.654 M destinados a préstamos al sector privado, registrando así un incremento mensual del 2,4%. En términos interanuales, los préstamos tuvieron un crecimiento del 23,2%.

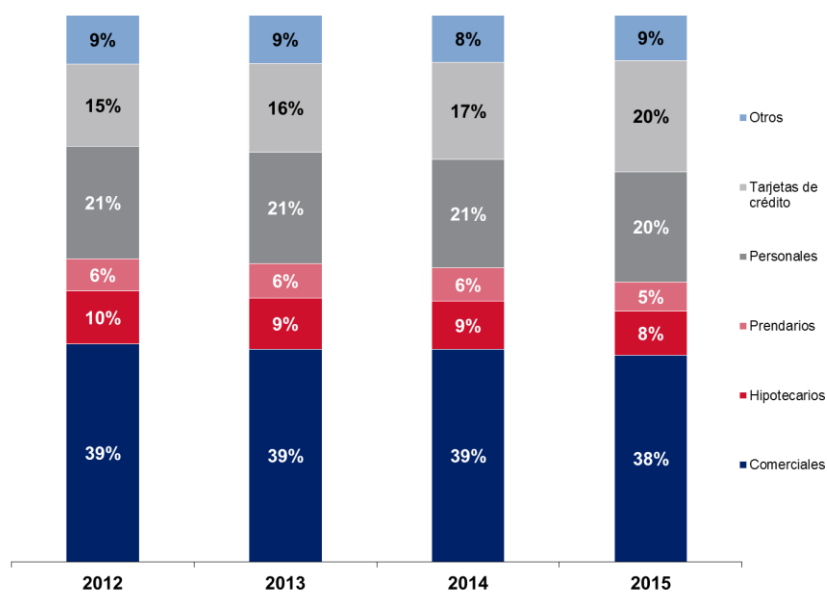
La siguiente figura muestra la evolución mensual por línea de préstamo. Aquellos que en promedio más crecieron, fueron los créditos por Tarjeta de crédito con un incremento del 3,2%, seguido por Préstamos Personales con un incremento del 2,7%.

Figura 20 Evolución mensual de préstamos al sector privado - Abril 2015



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos promedio al 30-04-15

Figura 21 Composición de los Préstamos al Sector Privado



Fuente. Elaboración propia en base a BCRA con datos promedio al 30-04-15

⁶ Promedio de saldos diarios informados durante el mes.



El valor de mercado de YPF: estimando su potencial

El valor actual de YPF

En los últimos años, el valor de mercado de YPF ha fluctuado sensiblemente, siguiendo el derrumbe del precio del petróleo, la evolución de sus proyectos de upstream y los cambios macroeconómicos del país.

Medido como el precio de la cotización de su ADR por la cantidad de acciones, el valor de mercado asciende a US\$ 12.012 millones, al 20 de mayo de 2015.

Figura 22 Evolución del valor de mercado de YPF- 2012 a 2015



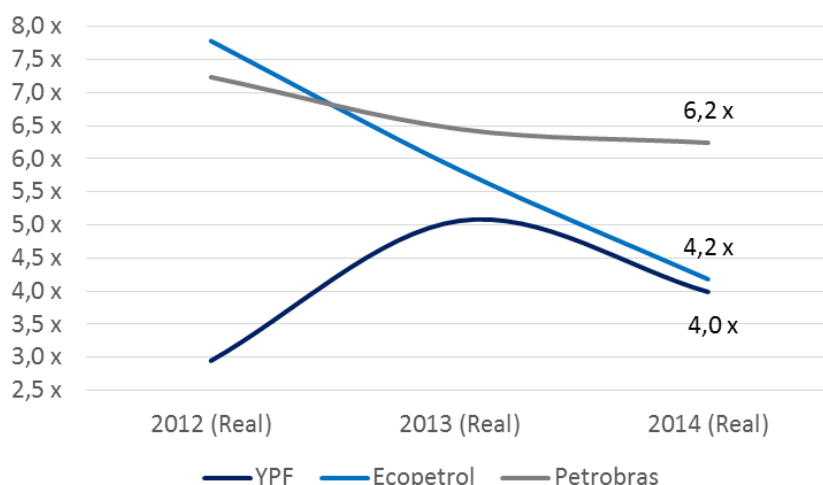
Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg al 20/05/2015

Resulta difícil poder analizar el valor de mercado de la empresa en términos absolutos. Un buen proxy de análisis reside en estudiar las compañías petroleras comparables en la región y entender, en términos de sus indicadores operativos, el potencial que podría tener YPF.

YPF y sus comparables en la Región

Un elemento muy utilizado para comparar compañías petroleras es derivar el múltiplo Enterprise Value /EBITDA (“EV/EBITDA”) resultante de su capitalización de mercado. Este múltiplo indica la relación entre el valor de mercado de los activos de la compañía (Enterprise Value) y su resultado operativo (EBITDA).

Figura 23 Evolución del múltiplo EV/EBITDA: YPF, Ecopetrol y Petrobras



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg al 20/05/2015

YPF cotiza a múltiplos EV/EBITDA por debajo de otras compañías comparables de la región, como Ecopetrol (Colombia) y Petrobras (Brasil). No obstante, la brecha se ha reducido en los últimos meses en virtud de las dificultades que ha enfrentado recientemente Petrobras y al menor impacto de la caída del crudo para YPF, ya que por el marco normativo local opera con un precio por barril de explotación superior al precio internacional actual.

Considerando el múltiplo EV/Producción de Barriles (medido en millones de barriles diarios), el cual mide la relación entre el valor de mercado de la compañía (Enterprise Value) y su producción actual, observamos que YPF se encuentra por debajo de sus comparables.

Figura 24 Múltiplo EV/ Barriles: YPF, Ecopetrol y Petrobras

Compañía	Múltiplo EV/Barriles 2014 (Real)
YPF	34,6 x
Ecopetrol	63,3 x
Petrobras	76,5 x

Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg al 20/05/2015

Retorno exigido

Una de las razones por las que se presenta este diferencial de múltiplos, es el retorno requerido por los inversores.

En este sentido, de acuerdo con las últimas emisiones de deuda emitida en dólares con duration similar, a YPF se le exige una tasa de retorno (TIR) de 8,02% anual mientras que a Ecopetrol y Petrobras un 4,73% y 6,25% respectivamente.

Figura 25 Comparación de TIR: YPF, Ecopetrol y Petrobras

Compañía	Nombre	Anuncio	TIR	Duration
YPF	Clase XXVIII	01/04/2014	8,02	6,09
Ecopetrol	EC23	11/09/2013	4,73	6,54
Petrobras	PBR/24	10/03/2014	6,25	6,62

Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg al 20/05/2015

Capitalizar el *Upside*, una oportunidad

La incertidumbre percibida por los inversores tiene su costo e YPF no ha podido aún aprovechar la coyuntura de bajas tasas de interés mundiales para financiar proyectos de largo plazo. No obstante, mirando la otra cara de la moneda, ¿cuánto cambiaría el valor de YPF si el riesgo percibido fuera menor? Si realizamos un ejercicio teórico asumiendo que el riesgo país bajara a niveles similares a los de Brasil o Colombia, considerando para YPF múltiplos similares a los de Ecopetrol y Petrobras, el *upside* de valor de YPF podría ser superior a US\$ 10.000 millones.



Contactos

Para mayor información sobre la Newsletter o sobre cómo First Corporate Finance Advisors S.A. puede asesorar a su empresa, por favor contáctenos:

Miguel Angel Arrigoni

miguel.arrigoni@firstcfa.com

(54-11) 5129-2030

Daniel Zubillaga

daniel.zubillaga@firstcfa.com

(54-11) 5129-2031

Juliana Rojido

juliana.rojido@firstcfa.com

(54-11) 5129-2003