

## *BOPREAL: Dos formas de analizar su valor*

Esta semana se licitarán USD 750 M del BOPREAL 1 cuyas condiciones se publicaron [aquí](#).

A partir de estas novedades entendemos que habría dos formas de valorar este bono:

- a) Como un hard dólar (HD) si se decidieran cobrar los cupones en USD bajo el cronograma original o
- b) Como un "híbrido" en el que los cupones que se van cobrando en USD se deben valorar como HD y cada una de las opciones de rescate anticipado como un flujo DL independiente del flujo en dólares y de cada strip<sup>1</sup>

En el primer caso la tasa de descuento en la curva HD de soberanos ley local estaría en torno al 34% lo que arrojaría un valor presente neto del bono de USD 45 lo que implicaría que el importador estaría consiguiendo los USD a un CCL de \$1.800 (surge de considerar el valor en pesos que debe usar el importador para suscribir el bono, es decir \$81.250 a la fecha de liquidación del 05/01/24 suponiendo 2% de crawl mensual, dividido por el valor presente neto de USD45).

En el segundo caso, asumiendo que se ejercieran todas las opciones de rescate al momento en el que se la habilita y recibiendo como pago los cupones en USD hasta el momento de ejercer la opción de rescate tendríamos dos flujos de fondos:

- a) un flujo HD descontado al 34% que daría un VPN de USD 19 y

---

<sup>1</sup> Desde nuestro punto de vista en el caso en que se ejecuten los rescates no se debería valorar todo el bono como un DL dado que al ejecutarse los strips se crean 3 bonos nuevos. Cada uno de ellos va a cobrar flujos en USD y flujos en pesos si se ejerciera la opción en cada uno de ellos. Así habría que diferenciar un flujo hard dólar y tres flujos DL para cada strip con tasas de descuento diferentes dado que los ejercicios de opción de rescate se autorizarán en períodos distintos (abril 2025; abril 2026 y abril 2027)

- b) un flujo DL equivalente a USD 37 (flujo de cada strip DL rindiendo 21,3% promedio dadas las duration de cada strip).

El VPN de ese "híbrido" daría unos USD 56 lo que equivaldría a una TIR en USD del 32,2% lo que implicaría para el importador comprar CCL a unos \$1.500 (\$81.250 calculado del mismo modo que en el caso del HD dividido USD56).

Los flujos de fondos de la versión hard dólar quedaría de la siguiente manera.

BOPREAL 2027			
FECHA DE PAGO	AMORTIZACIÓN	RENTA	TOTAL
05-ene-24			45,00
31-oct-24		4,17	4,17
30-abr-25		2,50	2,50
31-oct-25		2,50	2,50
30-abr-26		2,50	2,50
31-oct-26		2,50	2,50
30-abr-27	50,00	2,50	52,50
31-oct-27	50,00	1,25	51,25
TIR			34,41%

El flujo de fondos consolidado de la versión "híbrida" quedaría del siguiente modo:

BOPREAL 2027 EJERCIENDO RESCATES			
FECHA DE PAGO	FLUJO HD	FLUJO DÓLAR LINK	TOTAL
05-ene-24			56,00
31-oct-24	4,17	0,00	4,17
30-abr-25	2,50	20,00	22,50
31-oct-25	2,00	0,00	2,00
30-abr-26	2,00	20,00	22,00
31-oct-26	1,50	0,00	1,50
30-abr-27	17,25	29,25	46,50
31-oct-27	15,38	0,00	15,38
TIR			32,20%

martes, 26 de diciembre de 2023



Somos algo reacios a valorar el flujo de fondos como un “híbrido” que mezcla HD y DL debido a que los bonos probablemente se vendan en el mercado secundario como si fueran títulos hard dólar. En un extremo, si la deuda DL tuviese una TIR más normal (no como la actual donde subió fuerte post devaluación por salida de fondos de FCI DL a FCI CER), la tasa de descuento de los bonos por su flujo DL caería muy fuerte, y el híbrido quedaría muy desarbitrado respecto a los HD desapareciendo el incentivo para preferir este instrumento por sobre un BONAR.

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de Aurum Valores S.A. para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables o instrumentos financieros mencionados y deberá basarse en la investigación personal que considere pertinente realizar. Aurum Valores 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. Asimismo, bajo ningún concepto podrá entenderse que Aurum Valores S.A. asegura y/o garantiza resultado alguno en relación a posibles inversiones en valores negociables o instrumentos financieros mencionados, siendo el destinatario del mismo plenamente consciente de los riesgos inherentes a la actividad bursátil y/o financiera. Consecuencia de lo reseñado, el destinatario desiste de realizar reclamo alguno a Aurum Valores S.A., por eventuales daños y perjuicios que pudiera padecer, sustentando su reclamo en la información brindada en el presente.

Pablo Repetto – Head of Research – [research@aurum.com.ar](mailto:research@aurum.com.ar)

BOUCHARD 547 P 25, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565  
Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60