



CyC Renta Fija Argentina

22.07.22

Claroescuro
BODEGA DE ARTE

www.sekoia.com.uy



Introducción

Fondo de bonos corporativos de empresas argentinas emitidos en dólares y negociados en el mercado internacional. El fondo busca conformar un portfolio diversificado por emisor e industria de obligaciones negociables con legislación extranjera (mayoritariamente) para la **obtención de una atractiva relación riesgo/retorno.**

El objetivo del fondo es **aprovechar los rendimientos que brinda la prima de riesgo argentina** posicionándose en **compañías con operación local, pero con ratios y balances sólidos y con presencia y respaldo internacional.**

En la actualidad el **patrimonio del fondo es de USD 4,36 millones** y su ultimo valor de cuotaparte (NAV) alcanzó USD 104.95.- **La TIR de la cartera alcanza el 10,7%, con una duration a vto. de 2,46 años y cupones promedio del 6,1%. Desde su creación en mayo del año pasado acumuló un rendimiento del 5% con una volatilidad de apenas 3,3%.**

CyC Renta Fija Argentina cuenta hoy con una diversificación en 15 activos. La mayor participación se encuentra en el sector de real estate con 18,5%, le siguen el sector de la Energía con 18,4%, transporte de energía con 14,5%, financiero con 10.6%, consumo masivo con 7%, servicios públicos con 6.3%, transporte con 6,1% y comunicaciones con 3,3%. **Cuenta actualmente con una liquidez entre cash y bonos del tesoro americano del 15,2%** de manera de poder otorgar a su administración mayor flexibilidad para aprovechar futuras oportunidades en el mercado de renta fija argentina.



Coyuntura y bonos corporativos argentinos

Desde principios de junio hasta la fecha, múltiples dinámicas locales e internacionales se fueron profundizando en perjuicio de los bonos corporativos argentinos. **En cuanto a los factores internacional**, el fuerte aumento de las tasas de interés de referencia y su consecuente fortalecimiento en el precio del dólar estadounidense impactó directamente en los precios internacionales de los *commodities* los cuales se contrajeron desde sus máximos hasta un 25%. Por su parte, dicho proceso también afectó a los precios de los bonos emergentes y de alto riesgo los cuales ya venían golpeados por las subas de tasas.

En cuanto a las dinámicas de la economía local, la estrategia conjunta entre el ex-ministro Martín Guzmán y el FMI que planteaba la reducción del déficit fiscal, la acumulación de reservas internacionales y reducción de la asistencia monetaria por parte del BCRA sustituida por captaciones de deuda en el mercado local, tuvieron que ser flexibilizadas por el organismo para que el Estado pudiera cumplirlas.

En este sentido, al primer semestre del año el déficit llegó a los ARS 800.000 millones, lo cual representa el 1% PBI, en tanto el central solo acumula reservas por medio de los DEG que le otorgó el FMI y, a su vez, a partir de junio los desajustes macroeconómicos erosionaron la capacidad de financiamiento del Tesoro y, no solo debió acudir a la ayuda del Banco Central para contener el desplome de los bonos en el mercado secundario, sino que también las renovaciones de deuda comenzaron a concentrarse cada vez más en el corto plazo. De esta manera, al día de hoy los vencimientos son superiores a los 400.000 millones de pesos en todos los meses hasta abril de 2023, planteando serios desafíos para la estabilidad financiera.



Coyuntura y bonos corporativos argentinos

Por su partes, **el BCRA extendió hasta fin de año de la resolución A 7466 que restringe el acceso al Mercado Único y Libre de Cambios (MULC)** a las empresas para obtener dólares estadounidenses para el pago de vencimientos otorgándoles solo el 40% del monto del capital y exigiéndoles refinanciar el resto del endeudamiento externo con un plazo no menor a 2 años.

En este sentido, **dado que al momento de que venzan dichas obligaciones negociables el acceso al MULC no esta garantizado**, múltiples empresas entre ellas Cresud, Irsa, Pampa Energía, Pan American Energía, entre otras, hicieron o están en procesos de canjes de deuda los cuales brindan incentivos a la refinanciación por medio de beneficios en efectivo, mayores cantidades de nominales de sus nuevas emisiones y con mejores condiciones, con el objetivo de cumplir con sus compromisos y al mismo tiempo, aprovechar el acceso a los dólares oficiales.

Consecuentemente, ante la debilidad que presenta el mercado local, **el fondo participó del canje ofrecido por Pampa Energía para su ON con vencimiento en 2023, pero también se hizo de liquidez mediante la venta parcial de algunas de sus posiciones a la par como Tecpetrol y Arcor con vencimientos en 2022 y 2023 respectivamente.**

Sumado a esto, el fondo también acumulo liquidez por medio de nuevas suscripciones, cobros de amortización e intereses, hasta lograr un 22,4% del patrimonio entre cash y bonos del tesoro americano, a fin de poder utilizarla cuando los desequilibrios antes mencionados impacten en los precios de los activos.



Política de inversión y estrategia

El fondo invierte principalmente en bonos corporativos de empresas argentinas (obligaciones negociables) emitidos **en dólares**. El fondo no tiene restricciones de liquidez, puede incrementar o reducir su posición de cash para adecuarse de forma más eficiente a los contextos de mercado. El fondo no toma apalancamiento.

La **política de inversión** tiene los siguientes pilares:

- Activo manejo de la duration de la cartera y posicionamiento en la curva de rendimientos.
- Selección y monitoreo continuo del riesgo de crédito de los emisores en cartera.
- Aprovechar oportunidades en las colocaciones primarias y participación en canjes o liability management.
- Garantizar diversificación. Diversifica su cartera por sectores e industrias.
- Permite invertir en bonos con lámina mínima de 150.000 nominales sin perder diversificación.

Prioriza la búsqueda de valor en emisores con buena calidad crediticia. No tiene un objetivo de rendimiento y duration específicos, sino que mantiene flexibilidad para adecuarse a diferentes contextos globales y locales.

En contextos de menor incertidumbre y señales de normalización de desequilibrios macro, el fondo podrá tener en cartera bonos soberanos y provinciales en dólares para buscar mayores retornos, siempre respetando los parámetros de diversificación y monitoreando los riesgos expuestos. **En la actualidad el fondo sólo cuenta con bonos corporativos.**



Emisores en cartera

Para la elección de bonos privados el fondo monitorea la solvencia de los emisores. Además del análisis general de cada compañía, seguimos varios indicadores: EBITDA/Intereses, Deuda Neta/EBITDA, RCF/Deuda Neta, descalces cambiarios, Deuda financiera Neta/PN y ratios específicos por sectores.

Hay **emisiones de empresas con bajos niveles de deuda en relación al capital y reducidos pagos de intereses en relación a su flujo de fondos.** Contemplamos el potencial no acceso al MULC (dólar oficial), ajustando los ratios por el dólar contado con liquidación.

Principales ratios:

- EBITDA/Intereses: Mide la cobertura de intereses, cuantas veces la empresa cubre los intereses de sus deudas financieras con su EBITDA (resultado operativo sumado amortizaciones y depreciaciones)
- Deuda financiera Neta/EBITDA: Mide el tamaño de la deuda financiera neta (se resta el efectivo y equivalentes) en relación al EBITDA. No es otra cosa que la capacidad de repago de las deudas utilizando el flujo del negocio.
- Deuda financiera Neta/PN: Mide el tamaño de la deuda financiera neta en relación al Patrimonio. Es el grado de apalancamiento de la compañía.
- Para monitorear los bancos, ajustamos los ratios dado que los flujos de intereses son parte central del negocio.



Emisores en cartera

- Resumen de los principales ratios de los emisores en cartera en base a los últimos estados contables presentados. A su vez, dado un contexto de restricciones cambiarias, se realiza un análisis de estrés (no acceso al dólar oficial) sobre los principales variables de las compañías a fin de poder tener una mejor comprensión de la situación. En este sentido, se puede observar una notable prudencia financiera de los corporativos argentinos aumentando sus posiciones de caja como también reduciendo sus pasivos a fin de resguardar sus activos y reputación.

1Q22									
USD Mill.	CAPEX	CGC	PAMPA	TGS	YPF	ALUAR	ARCOR	TECO	RAGHSA 1
EBITDA (LTM o Est.)	186	319	968	484	4.044	379	342	1.437	65
Deuda total	248	575	1.452	536	7.241	263	786	2.689	157
Caja y Eq.	98	186	607	492	1.329	58	191	420	35
Deuda Neta	151	389	845	44	5.912	205	595	2.269	122
Intereses (LTM)	28	37	156	41	666	14	129	318	12
Net Leverage (LTM)	0,8	1,2	0,9	0,1	1,5	0,5	1,7	1,6	1,9
Interest Coverage (LTM)	6,6	8,6	6,2	11,9	6,1	27,3	2,7	4,5	5,4
DFN/Patrimonio Neto	0,4	1,2	0,4	0,0	0,7	0,2	0,7	0,4	0,3
Escenario Estrés									
Net Leverage (LTM)	1,2	0,9	1,7	0,7	2,4	0,6	2,6	2,6	3,5
Interest Coverage (LTM)	4,6	5,3	3,9	7,2	3,6	21,8	1,9	2,5	2,9
Deudas Financieras									
Total USD mill.	248	575	1.381	470	7.102	244	853	2.659	157
2022	-	105	19	-	273	21	277	453	-
2023	-	162	425	-	952	118	548	544	-
2024	248	140	8	-	1.011	30	-	483	95
Otros	-	168	929	470	4.866	76	28	1.179	62

1. 4Q21 No consolida balance con filial NY

Para acceder a nuestros informes completos sobre éstas y otras compañías ingrese a nuestro sitio [web](#)



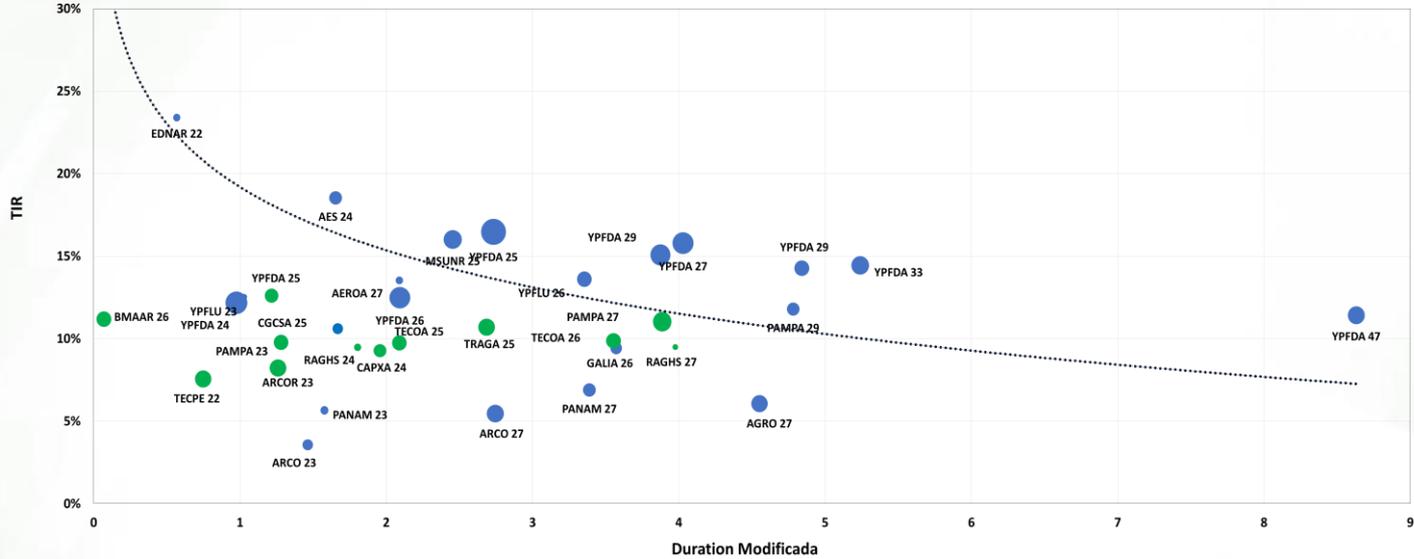
Emisores en cartera

- La curva de corporativos locales se desplazó hacia arriba aumentando rendimientos y comprimiendo *durations*. **Podemos observar que dicho movimiento se encuentra influenciado principalmente por los bonos YPF (cuasi soberanos)**, donde todos sus bonos *hard dollar* se encuentran por arriba de la curva y tuvieron aumentos en sus rendimientos en los últimos tres meses del orden del 25% con la excepción de su bono a 2026, el único garantizado con exportaciones, el cual aumentó 15% (este es el único bono de la compañía que tiene el fondo).
- A este movimiento, **le siguieron los bonos con mayor duración y mínimos de inversión altos** (150 mil nominales) como Pampa 2027 y 2029, Banco Macro 2026 y Transportadora Gas del Sur 2025, como también los de compañías con fundamentos más ajustados como Aeropuertos Arg., AES y MSU, con aumentos en el orden del 11%.
- **Mientras que los bonos de empresas con sólidos fundamentos, bajos mínimos y vencimientos en el corto plazo se mantuvieron prácticamente a la par, entre ellos Arcor, Raghsa, Capex, Cía Gral de Combustibles.**
- **Hasta el momento, debido a las bajas en las paridades recién mencionadas, el fondo utilizó parte de la liquidez para** adquirir 150 mil nominales de las obligaciones negociables de Banco Macro 2026 con cupón variable de 6,75% a USD 0,77 por nominal, como también 150 mil nominales de las obligaciones negociables de Transportadora Gas del Sur 2025 con cupón fijo de 6,75% a USD 0,84 por nominal.

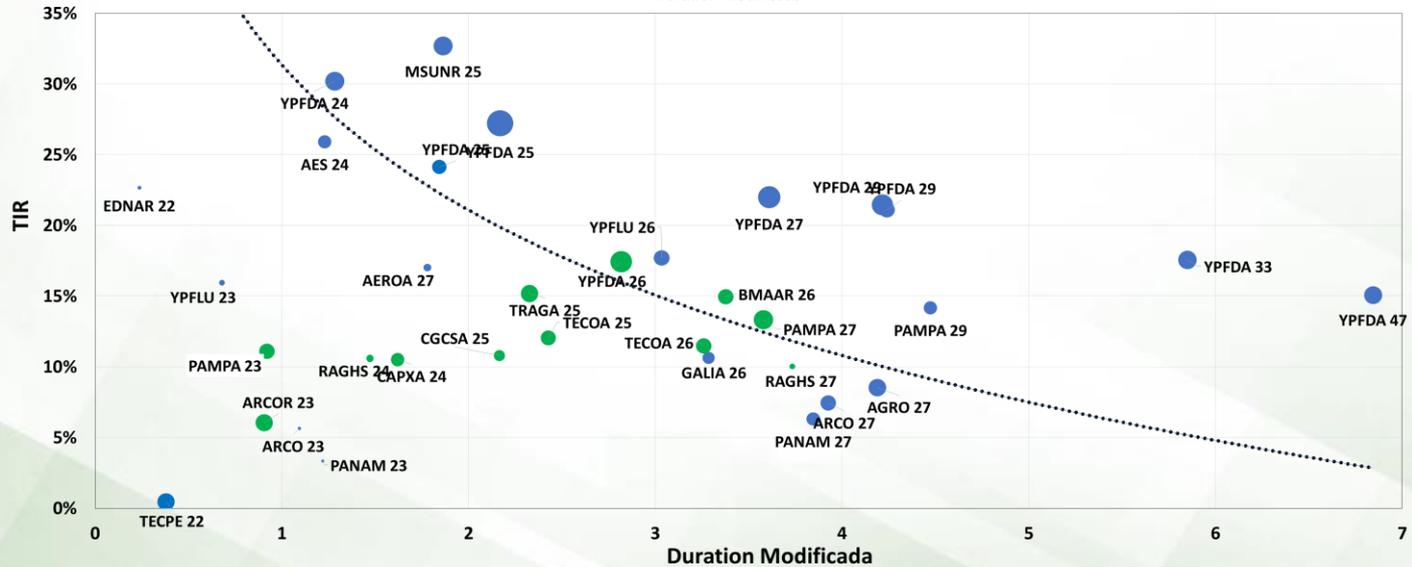


Emisores en cartera

- Curva de rendimientos febrero 2022



- Curva de rendimientos julio 2022





Diversificación de la cartera

TENENCIAS	%
TGS 6,75% 2025	14,5%
Raghsa 8,5% 2027	12,4%
US Treasury Bill 20/04/23	11,4%
Capex 6,875% 2024	11,3%
BMA 6,75% 2026	10,6%
Arcor 6% 2023	7,0%
Raghsa 7,25% 2024	6,1%
Aeropuertos Arg 8.5% 2031	6,1%
YPF 4% 2026	3,6%
CGC 9,5% 2025	3,5%
Telecom 8,5% 2025	3,3%
Pampa Energía 7,5% 2027	3,3%
Pampa En. 7,375% 2023	3,0%
US Treasury Bill 18/05/23	2,3%
Liquidez	1,5%
Total	100,0%

EMISOR	%
Corporativo	84,8%
Soberano EEUU	13,7%
Liquidez	1,5%
Total	100,0%

SECTORES	%
Real Estate	18,5%
Energía	18,4%
Transp. Energía	14,5%
Bonos del Tesoro EEUU	13,7%
Financiero	10,6%
Consumo Masivo	7,0%
Serv. Públicos	6,3%
Transporte	6,1%
Comunicaciones	3,3%
Liquidez	1,5%
Total	100,0%

UBICACIÓN	%
Argentina	84,8%
EEUU	15,2%
Total	100,0%



Datos de la cartera

DATOS DE CARTERA

TIR	10,7%
Duration (to worst)	1,93
Duration (to maturity)	2,46
Cupón Promedio	6,1%
Vto. Promedio (años)	3,0
Paridad Promedio	89%
Cantidad de Activos	15
Índice de Sharpe	0,31

RENDIMIENTOS

Desde lanzamiento*	5,0%
Desde lanzamiento anualizado	4,2%
2021*	5,9%
2022 (YTD)	-0,9%
Rend. semanales positivos	59%
* desde lanzamiento 11/5/21	

RIESGO

Desvío d/ lanz. anualiz.	3,3%
* desde lanzamiento 11/5/21	

Desde su lanzamiento el fondo consiguió un rendimiento de 5% directo con una volatilidad anualizada de tan solo 3,3%. Principalmente mediante ingresos de renta y una mejora en las paridades.

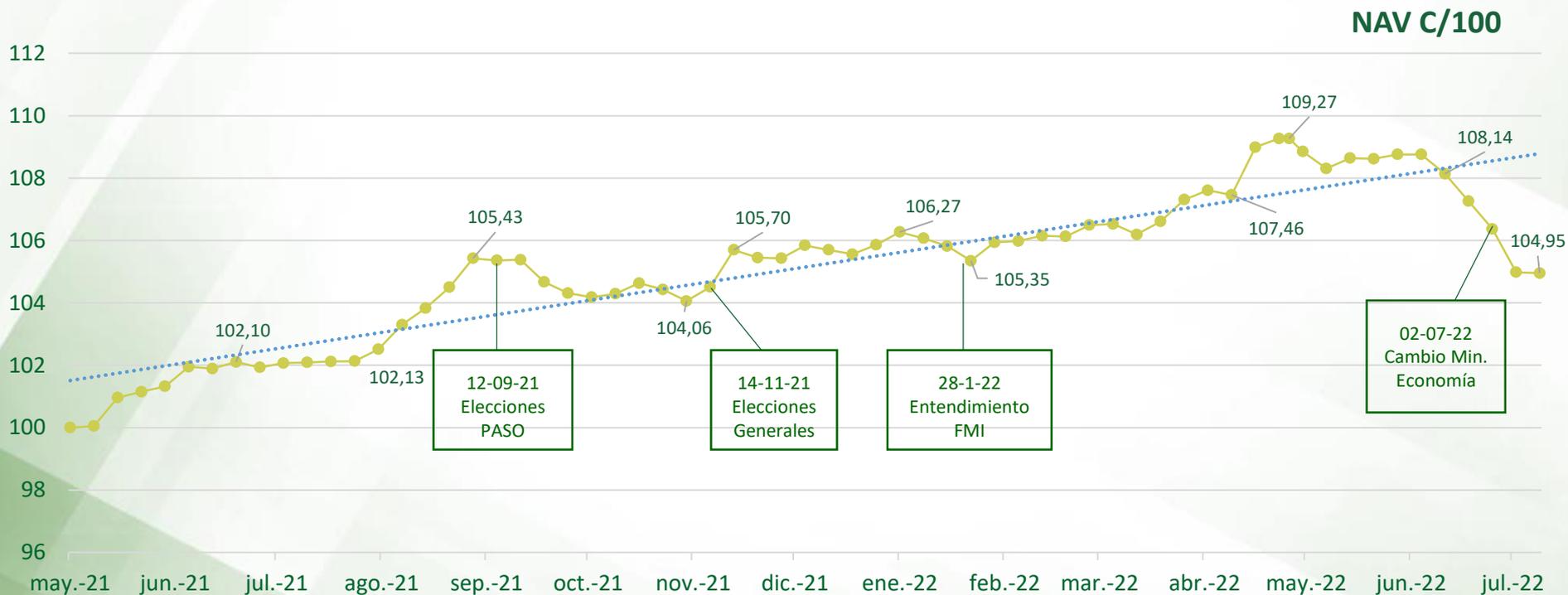
En este sentido, el fondo tiene un valor de índice de Sharpe de 0,31. Este ratio permite medir la calidad de las inversiones del fondo comparando cual fue el exceso de rendimiento que tuvo por sobre el rendimiento de otro activo libre de riesgo por cada unidad de desvío estándar asumido. En este sentido, cuanto mayor es el índice implica que se obtuvo mayor rendimiento con menor riesgo.

Por otra parte, el fondo tiene una paridad a precios clean cable promedio de 89% demostrando la gran resistencia de los corporativos seleccionados al contexto en el que desarrollan sus actividades.



Evolución de la cuotaparte (NAV)

- EL fondo fue lanzado hace poco mas de un año. En este periodo, la administración del fondo supo aprovechar las bajas del mercado para incorporar activos con sólidos fundamentos. En este sentido, luego de las PASO, de las elecciones generales y las bajas de enero 2022, como también las recientes bajas post cambio de ministro de economía, fueron los momentos mas importantes para el armado de la cartera actual.





Información general y operativa

Administrador	Sekoia Agente de Valores S.A.	<ul style="list-style-type: none">• Se suscribe y rescata en dólares.• El mínimo de inversión es de 1.000 nominales.• No existen comisiones por suscripción ni rescate.• El valor del NAV se ajusta semanalmente.• Los honorarios anuales de gestión son del 1,2% y los mismos se devengan semanalmente del valor del NAV.• Puede hacer seguimiento de la evolución del fondo desde nuestra web sekoia.com.uy
Custodio	Bank of New York Mellon	
ISIN	XS2223800819	
Bloomberg ID	ZO3670247	
Fecha de lanzamiento comercial	11/5/2021	
Moneda	Dólar estadounidense	
Suscripción/Rescate	Semanal	
Honorarios de adm. y custodia	1,2% anual	
Costo Suscripción/Rescate	Sin costo	
Mínimo	1.000 Nominales	
Perfil del inversor	Moderado	
Horizonte de inversión	Mediano plazo	
Patrimonio Neto	USD 4.363.821,00	
NAV c/100	USD 104,95	

¡Muchas Gracias!



Clarooscuro
BODEGA DE ARTE

www.sekoia.com.uy