



CyC Renta Fija Argentina

24.09.21

Clarooscuro
BODEGA DE ARTE

www.sekoia.com.uy



Introducción

Nuevo 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** en un mundo de tasas cero, 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 2,7 millones**. La TIR de la cartera alcanza el **6,96%**, con una **duration a vto. de 1,9 años y cupones promedio del 5,84%**

CyC Renta Fija Argentina lleva **acumulado desde su creación en mayo de este año un rendimiento del 5,38%** (anualizado 14,76%) con una volatilidad del 2,41%. **La cartera cuenta hoy con una liquidez del 17,7%** de manera de poder otorgar a su administración mayor **flexibilidad para aprovechar futuras oportunidades** en el mercado de bonos corporativos argentinos.

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**.



Coyuntura argentina y bonos corporativos

Muchas empresas argentinas han atravesado estos años de estancamiento macroeconómico, inflación y devaluación con una prudencia financiera envidiable. La administración de deudas y liquidez ha sido muy eficiente en un considerable número de compañías.

Los corporativos se recuperaron marcadamente después del shock de las PASO 2019 y nuevamente el año pasado tras la pandemia. Las tasas globales cercanas a cero y la brutal liquidez ayudaron para que los corporativos argentinos con menor riesgo crediticio coticen en la actualidad cerca de la par. La mayoría de las empresas pudo rolear su deuda de forma voluntaria y logro estirar vencimientos en esta difícil coyuntura.

Los emisores son empresas argentinas, con lo cual no escapan a los conocidos riesgos locales. Para aquellos **inversores adversos al riesgo argentino, este no sería un fondo a considerar.** En esos casos, **recomendamos el fondo de bonos CyC Renta Global ([ver acá](#)),** que no cuenta con emisores de la Argentina en cartera. En cambio, **para aquellos inversores no tan negativos con las perspectivas macroeconómicas de la Argentina, el fondo podría ser un gran instrumento para posicionarse en activos de renta fija y cuponear.** No es necesario ser demasiado optimista con el país para posicionarse en el fondo, hoy cuenta con emisores que han podido sobrellevar de buena forma la compleja coyuntura.

Los desbalances fiscales y externos de la Argentina son complejos ([ver acá nuestro último reporte](#)), pero el nivel de deuda en dólares de las empresas dista de ser un componente de los desequilibrios. La deuda externa del sector privado totalizó USD 79.259 millones al 31.03.21 según el BCRA, niveles del 20% del PBI, muy bajos en relación a la media en países emergentes.



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.

Paciencia y dejar que las rentas trabajen. **El riesgo de posicionarse en bonos argentinos, aún en empresas de primera línea, es elevado. La recompensa en este mundo de tasas cero, también lo es.** La clave para invertir en renta fija es la paciencia y la selección. Colocando al 5% en 14 años duplicamos el capital. Al 6% en 12 años y al 7% en 10 años.



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.



Resumen de Emisores



- **Pampa Energía** empresa argentina integrada de energía que participa principalmente en las cadenas de valor de energía eléctrica y de gas. Al cierre del pasado semestre, en el segmento de petróleo y gas, la compañía alcanzó un nivel de producción de 7,0 millones de m³/d de gas natural y 4,4 millones de boe/d de petróleo que equivale al 12% de la capacidad instalada en Argentina. En cuanto al segmento petroquímico opera con una participación de mercado local entre el 89% y 100%. Finalmente, por medio de las sociedades co-controladas Transener y TGS, la compañía participa en los negocios de transmisión de energía y mantenimiento de la red de alta tensión de 21.104 km, con una participación de mercado del 85% de la electricidad transportada en Argentina y en el transporte de gas natural, con 9.231 km.

Al último cierre de balance, tuvo un aumento interanual del 68% en las ventas y un 79% de incremento interanual en el EBITDA que de manera anualizada asciende a USD 847 millones. A su vez, el endeudamiento financiero a nivel consolidado descendió a USD 1.505 millones y con una caja en dólares de USD 462 Millones, su apalancamiento neto operativo fue de 1,2 veces, la cobertura de intereses de 6,2 veces y la deuda financiera neta sobre el patrimonio neto fue de 0,7 veces.

- **Tecpetrol SA** es una compañía que realiza actividades de exploración de petróleo y gas. Cuenta con más de 760 pozos en producción, 6.400 empleados y contratistas, produce 170.000 bdp/día equivalente al 13% del gas de la Argentina. A su vez, posee 9.000 Km de gasoductos operados y 180.000 acres en Vaca Muerta. la compañía se expandió hacia actividades de transporte y distribución de hidrocarburos y ha desarrollado diversos proyectos de integración energética en Ecuador, México, Colombia, Bolivia, Perú y Venezuela.

En el último cierre trimestral a junio 2021, la compañía tuvo un incremento de la producción del 9% logrando ventas netas por USD 272 millones. A su vez, dado a su reducido endeudamiento y fuerte posición de caja, su apalancamiento operativo fue de 0,6 veces lo que implica que, con los ingresos operativos, en menos de un ejercicio cancela su deuda neta. En el mismo sentido, la cobertura de intereses es de 12,5 veces y la deuda financiera neta respecto del patrimonio es de 0,7 veces.



Resumen de Emisores



- **Transportadora Gas del Sur SA** El sistema de gasoductos troncales de TGS conecta los principales yacimientos gasíferos del sur y oeste del país con las distribuidoras de gas y clientes industriales en esas áreas y en el Gran Buenos Aires. La empresa transporta aproximadamente el 60% del gas consumido en el país a través de más de 9.000 km de gasoductos, siendo el sistema más extenso de América Latina. TGS es también uno de los principales procesadores y comercializadores de gas natural del país. En 2020 la compañía alcanzó un nivel record de producción diaria de 3.826 toneladas de gas líquido.

Con ventas anuales estimadas para 2021 en USD 795 millones, TGS presentó un EBITDA anualizado al cierre del último semestral por USD 443 millones y una deuda neta de USD 197 millones. Esta solidez financiera se traduce en ratios de deuda sumamente positivos, su apalancamiento operativo es de tan solo 0,4 veces su EBITDA, la cobertura de intereses de 12,3 veces y el endeudamiento neto respecto del patrimonio es tan solo de 0,2 veces.

- **Arcor SA** grupo multinacional especializado en consumo masivo, agronegocios y packaging. Es la empresa líder en producción de galletas, alfajores y cereales de toda América Latina en conjunto con Bagley Latinoamérica S.A., la sociedad conformada con el Grupo Danone de la cual Arcor posee el 51% del capital y el gerenciamiento en su totalidad. Además, la compañía cuenta con mayoría accionaria en la empresa líder de lácteos Mastellone Hnos. Arcor es el grupo argentino con mayor cantidad de mercados abiertos en el mundo llegando a personas de más de 100 países.

Registró resultados sólidos en el segundo trimestre de 2021, con un incremento en su EBITDA del 8% respecto al trimestre anterior totalizando USD 315 millones en los últimos doce meses. A su vez, dado que su deuda total y posición de caja se mantuvieron estables, mejoró sus ratios respecto al trimestre anterior con un apalancamiento neto de 1,8 veces el EBITDA, cobertura de intereses en 3,1 veces y un endeudamiento neto sobre el patrimonio igual a 1 ejercicio, representando métricas sumamente saludables para la compañía.



Resumen de Emisores



- **Telecom Argentina SA** principal protagonista de la industria de conectividad y entretenimiento con más de 28 millones de clientes y ventas anuales medidas en pesos por 360 mil millones. Brinda servicios, contenidos y conectividad en todos los dispositivos tanto a personas, empresas e instituciones a través de sus marcas Telecom, Fibertel, Personal, Flow y cablevisión, con presencia en Argentina, Paraguay y Uruguay.

Al cierre del último trimestre, la compañía presentó sólidos resultados levemente opacados por un importante cargo de impuesto a las ganancias el cual fue compensado por los resultados positivos. Las ventas alcanzaron los USD 942 millones o un 17% menor que es el primer trimestre de 2021. Aun así, la compañía aumentó su posición de caja un 55% y redujo su deuda total un 3% contrayendo así su deuda neta un 12% respecto del periodo anterior. Dicho manejo de pasivos resultó en una mejora de sus indicadores llevando el apalancamiento contra el flujo del negocio a 1,5 veces; la cobertura de intereses a 5,6 y el ratio de deuda neta sobre el patrimonio a 0,4 veces.

- **Raghsa SA** se dedica al desarrollo inmobiliario de oficinas y viviendas Premium. Entre sus edificios residenciales construidos y vendidos se destacan las torres de Le Park en Puerto Madero y Palermo. Sus ingresos operativos provienen de alquileres de oficinas propias. Entre su portafolio actual de oficinas se encuentran el Madero Office, el Madero Riverside y el Centro Empresarial Libertador. A su vez, la compañía compró un importante inmueble en la ciudad de Nueva York, la operación fue llevada adelante a través de su subsidiaria Raghsa Real Estate LLC por la suma de USD 211 millones.

Al cierre del último ejercicio presentado, la empresa incrementó su EBITDA un 12%, mantuvo su deuda total, mejoró y recuperó su posición de caja en un 12% luego de la diversificación de mercado mencionada y respecto del trimestre anterior. Dicha administración financiera le reporta ratios de deuda sumamente saludables con un apalancamiento sobre el flujo operativo de 1,7 veces, una cobertura de intereses de 5,2 y un endeudamiento neto sobre el patrimonio de 0,4 veces.



Resumen de Emisores



- **Capex SA** es una empresa argentina altamente integrada y diversificada, se dedicada principalmente a la exploración y explotación de hidrocarburos y a la generación de energía térmica y renovable. Su completa integración vertical le permite adecuarse de forma eficiente a los cambios de contexto. En nuestro país esta integración es clave para sobrellevar los abruptos cambios regulatorios.

La compañía históricamente ha presentado sólidos resultados y las métricas del último reporte trimestral continúan en esa línea. El EBITDA fue de USD 134 millones o un 36% más que en el trimestre anterior. Con respecto a su perfil de deuda, posee deuda financiera total de USD 265 millones y desde agosto 2020 hasta la fecha la compañía recompró USD 45 millones lo que redujo su posición de caja a USD 119 millones. En consecuencia, el apalancamiento neto operativo resulta de 1,1 veces, la cobertura de intereses es de 7,3 veces y su ratio de deuda neta por sobre el patrimonio neto se ubica en 0,5 veces.

- **Banco Macro SA** es un banco de capitales argentinos es líder a nivel nacional del segmento privado con la mayor red de sucursales en el país. Es el tercer banco de mayor patrimonio incluyendo banco públicos y privados. Su cartera de préstamos se encuentra bien diversificada en 15 sectores económicos diferentes y con una participación de préstamos a minoristas del 47% de la cartera.

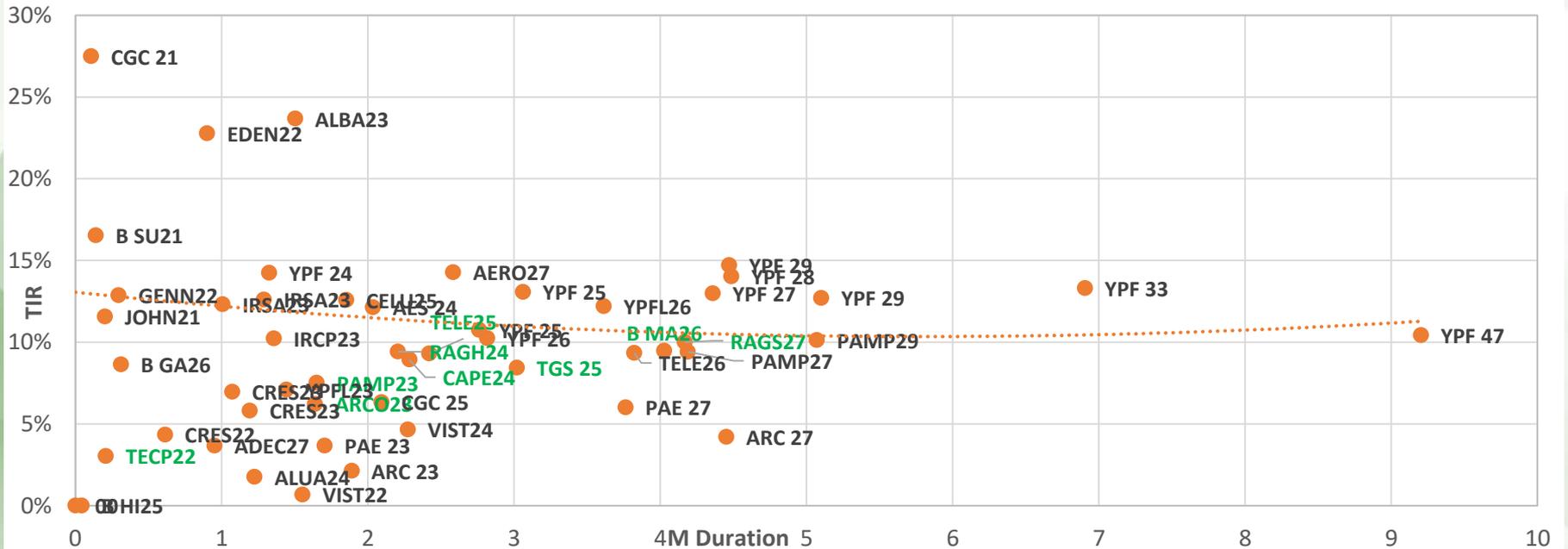
Al cierre del último trimestral, el banco mostró una recuperación en sus resultados. La utilidad neta se recuperó 90% respecto del trimestre. Los préstamos disminuyeron un 7% respecto al trimestre anterior principalmente en el segmento PYME debido a que se otorgaron como parte de los paquetes de ayuda. EL Banco continuó mostrando un alto nivel de liquidez, con un ratio de cobertura de activos líquidos sobre el total de depósitos de 93% y un exceso de capital de 369%, lo que implica notable solvencia. En el último trimestre, la cartera irregular sobre cartera total fue de 1,68% y el ratio de cobertura de la misma fue de 212%. Los índices de rendimiento ROE y ROA se ubicaron en 10,3% y 2,3% respectivamente mostrando una notable mejora respecto del trimestre anterior.



Resumen de Emisores

2Q21							
USD Mill.	PAMPA	TECPETROL	TGS	ARCOR	TECO	RAGHSA	CAPEX
EBITDA (LTM o Est.)	847	761	443	315	1.336	60	134
Deuda total	1.505	764	517	732	2.510	159	265
Caja y Eq.	462	340	320	164	532	61	119
Deuda Neta	1.043	423	197	567	1.978	99	145
Intereses (LTM)	137	61	36	103	238	12	18
DFN/EBITDA (LTM)	1,2	0,6	0,4	1,8	1,5	1,7	1,1
EBITDA/Intereses (LTM)	6,2	12,5	12,3	3,1	5,6	5,2	7,3
DFN/Patrimonio Neto	0,7	0,7	0,2	1,0	0,4	0,4	0,5
Total ON's USD mill.	1.485	498	480	542	2.248	159	254
2021	93	-	-	42	-	4	-
2022	8	491	-	-	500	-	-
2023	447	7	-	500	207	-	-
Otros	937	-	480	-	1.541	155	254

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





Diversificación de la cartera

TENENCIAS	%
LIQUIDEZ	18,0%
RAGHSA 8,5% 2027	17,7%
CAPXAR 6,875% 2024	15,6%
BMA 6,75% 2026	14,6%
ARCOR 6% 2023	10,5%
TECOAR 8,5% 2025	5,3%
TGS 6,75% 2025	5,1%
PAMPA ENERGIA 7,375% 2023	4,7%
TECPET 4,875% 2022	4,6%
RAGHSA 7,25% 2024	4,1%
Total	100,0%

UBICACIÓN	%
Argentina	82,0%
EEUU	18,0%
Total	100,0%

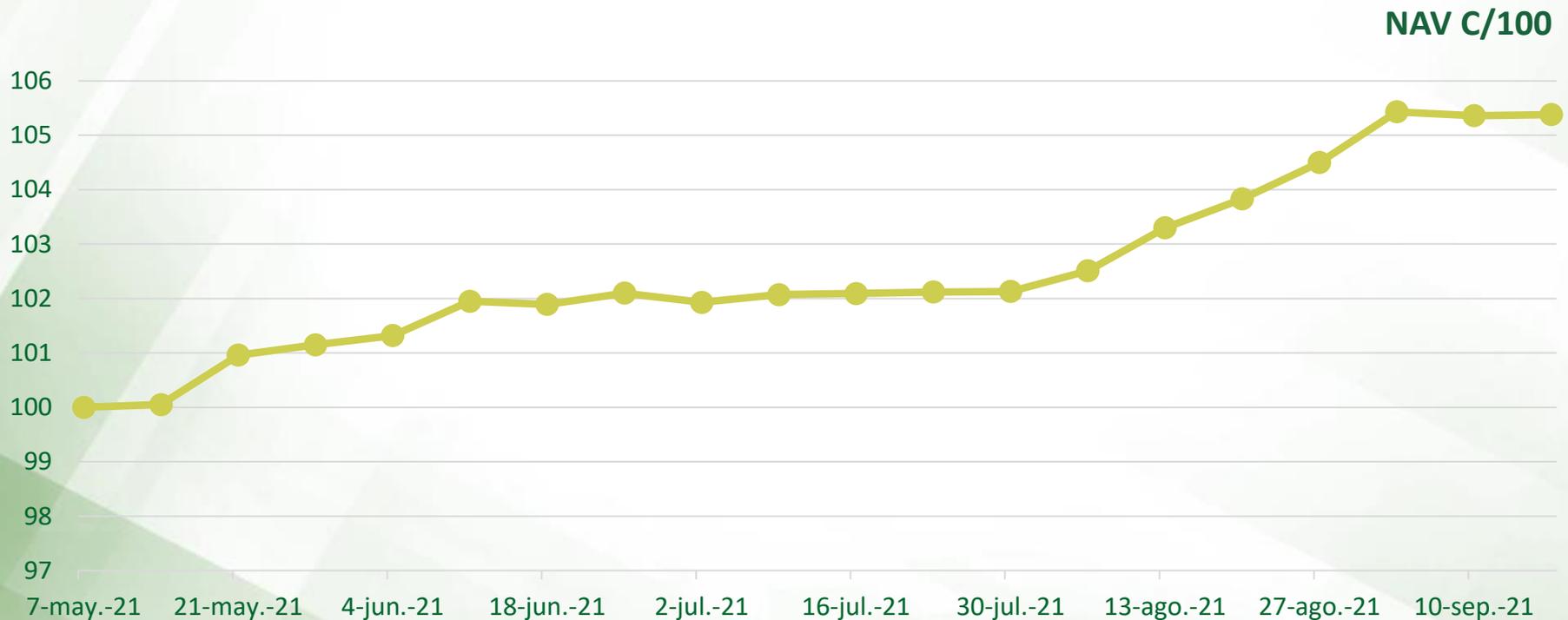
SECTOR	%
Energía	25,4%
Real State	21,8%
Liquidez	18,0%
Financiero	14,6%
Consumo Masivo	10,5%
Comunicaciones	5,3%
Petróleo	4,6%
Total	100,0%

EMISOR	%
Corporativo	82,0%
Liquidez	18,0%
Total	100,0%



Evolución de la cuotaparte (NAV)

- EL fondo fue lanzado este año acumulando 134 días desde su lanzamiento y tan solo 95 ruedas.
- Desde su lanzamiento el fondo consiguió un rendimiento de 5,38% directo principalmente mediante ingresos de renta y una mejora en las paridades.





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 2.766.225	
NAV c/100	USD 105,38	

¡Muchas Gracias!



Clarooscuro
BODEGA DE ARTE

www.sekoia.com.uy