

5 de Julio, 2018

“Todos los cretenses mienten”

Paradoja de Epiménides, enunciado por el filósofo cretense Epiménides en el S.VI AC

Nos gustaría empezar con un resumen rápido del fondo. El fondo cerró el 29 de junio con un NAV de 113,67, lo que representa un retorno neto para el segundo trimestre del año del -0,96%, siendo el rendimiento total del año del -1,23%. El fondo se creó el 14 de octubre de 2013, y la rentabilidad desde inicio ha sido del 13,67%. El código ISIN del fondo es LU0942882589.

La primera mitad del año ha sido en general difícil para todas las clases de renta fija sin excepción. Los créditos de grado de inversión (BBB o superiores) y de mercados emergentes se han visto mucho más penalizados que los *high yield* (que conforman el grueso de nuestra cartera), debido a las progresivas subidas de tipos de la Reserva Federal, al impacto de la incipiente guerra comercial sobre la psique inversora, al fortalecimiento del dólar y, sobre todo, a unas valoraciones (rendimientos esperados) que estaban muy caras en perspectiva histórica al empezar el año. El índice Bloomberg Barclays Global Credit IG, que es un buen reflejo del rendimiento del universo grado de inversión, ha cerrado el semestre con un rendimiento del -3,4% (en euros), mientras que el índice Bloomberg Barclays Emerging Markets Corporates TR, que representa la evolución del crédito de mercados emergentes, ha cerrado con -4,5%. Finalmente, nuestro comparable más cercano por tipo de activo, el índice Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return, ha cerrado con un -3,2%.

Sin embargo, no ha sido por nuestra exposición a créditos grado de inversión o emergentes (o bonos *high yield* presentes en cualquier ETF) por los que el trimestre ha sido negativo (nuestra cartera ha tenido durante el trimestre una exposición residual a este tipo de créditos), sino por una de las posiciones que teníamos en cartera. El diseñador y fabricante griego de joyas Folli Follie, que en mayo cayó un 60% tras un informe de un hedge fund y descubrirse presuntas irregularidades en la contabilidad de algunas de las filiales de la empresa. Como ahora explicaremos, creemos que a los precios actuales el bono presenta una oportunidad de compra muy atractiva y que se materializará en los próximos meses (el bono vence en 2019).

A continuación, haremos un repaso de las principales posiciones de la cartera y cómo estamos posicionados de cara al resto del año.

The “folli” of the markets?

El viernes 4 de mayo, Quintessential Capital Management (QCM), un hedge fund de pequeño tamaño de (según Bloomberg) menos de \$50AUM, publicaba un informe negativo sobre una de las compañías que teníamos en cartera, la empresa griega fabricante y diseñadora de joyería Folli Follie (FFGRP), compañía familiar y participada por el holding chino de inversiones Fosun. Además de las actividades de venta de joyería (que por geografía a nivel de ingresos la mayoría vienen de China), FFGRP tiene también operaciones de distribución (operan varios centros comerciales en Grecia) y representación de marcas de terceros (Calvin Klein, etc.) en Grecia, Rumania y Bulgaria. En el informe de QCM, se ponía en entredicho la veracidad de cierta información publicada en la memoria anual del 2016 y anunciaba la venta en corto de las acciones de FFGRP. Entre otras cuestiones, QCM ponía en duda el número correcto de puntos de venta en China, así como el nivel de ingresos y beneficios reales de la división asiática de FFGRP en los últimos años.

Al poco de la publicación del informe, la acción se desplomó, perdiendo más del 60% de la capitalización bursátil en pocas semanas. Los bonos que vencen al 2019, en los que estamos invertidos, llegaron a perder también más de un 60%, para finalmente estabilizarse en torno a 47. La acción fue suspendida de cotización por el regulador heleno y la compañía ha sido incapaz de clarificar varias cuestiones relativas a la validez de los estados financieros de su filial asiática. Como

consecuencia, el regulador le ha obligado a realizar una auditoría independiente, cuyos resultados se esperan para agosto. El fraude cometido por FFGRP es también un revés para las autoridades griegas, que se han estado esforzando en demostrar en los últimos años que en cuestiones financieras (y parafraseando a Epiménides) no siempre “*Todos los griegos mienten*”.

Desde entonces, han venido desarrollándose varios acontecimientos (que ahora detallaremos), pero básicamente nuestra valoración por suma de partes de FFGRP no ha cambiado sustancialmente. Creemos que simplemente los activos que hay en la compañía holding (que es la que garantiza los bonos) cubren la deuda de la compañía, sin contar el valor que puede haber en las filiales y en otros activos anexos. En resumen, la compañía holding posee a cierre del 2017 un balance de efectivo de 154,5 millones de euros. Además, la compañía posee un saldo deudor de clientes de 89M y de 117M (de los que estimamos en nuestro escenario base que se podrían recuperar un 40-50%), un saldo de inventarios de 46M (con recuperaciones del 30-40%), una importante participación en la compañía suiza Duffy AG, líder mundial en el segmento de duty frees, y valorada por el mercado en este momento en torno a 190M, y finalmente, propiedades valoradas en libros a 121M, que creemos que de manera conservadora podrían valer 50-80M adicionales. La suma de todos estos activos, valorados entre 442M y 565M, cubre en un escenario conservador un 95% del valor de los bonos, y en escenarios más razonables sobradamente el 100%.

Todo ello no tiene en cuenta el valor de algunas filiales y activos que están fuera del negocio asiático, en concreto la participación de FFGRP en Attica (empresa encargada de explotar los centros comerciales en Grecia), la cual valoramos en torno a 150M (o unos 50M ajustados a la participación de FFGRP), el negocio de distribución en Rumania y la marca de joyería Links of London (esta última hemos calculado que podrían obtener 75M adicionales). Finalmente, y como una opción adicional que no recoge actualmente el precio de los bonos, la filial asiática (aunque no dudamos de que finalmente se descubrirán menos activos de los que se creían) tiene inventarios y cuentas a cobrar por valor de unos 700M, que incluso asumiendo hipótesis de recuperación mínimas (del 5%) son una fuente de valor adicional.

Por otra parte, desde mayo nos hemos unido con otros acreedores que también están invertidos en el bono al '19 para perseguir acciones legales contra la compañía. Estamos representados por una firma legal británica líder mundial en este tipo de operaciones y por una firma griega, y representamos en torno al 40% de la emisión. Nuestro objetivo es forzar a la empresa a sentarse a negociar con nosotros y ver caminos a seguir para la recuperación del principal. Dado que no se esperan los resultados de la auditoría independiente para antes de agosto y la compañía ha seguido pagando el cupón del bono, no esperamos ver avances significativos en el precio del bono antes de esa fecha. Sin embargo, nos gustaría mencionar que vemos muchos parecidos en el caso de FFGRP con el caso de otra empresa que en septiembre del año pasado también sufrió irregularidades contables, la compañía sudafricana Steinhoff, cuyos bonos cayeron a menos de 40 y ahora cotizan cerca de 90. Aunque las comparaciones nunca son perfectas, la cantidad de activos que hay en el balance de este tipo de compañías (aunque “operativamente” el negocio se haya deteriorado) garantizan la mayoría de las veces recuperaciones elevadas, siempre y cuando se tenga paciencia durante el proceso de reestructuración/negociación.

Oportunidades “emergentes”

Con la excepción de Folli, el buen comportamiento del resto de nuestra cartera durante el primer semestre del año respecto a los índices nos ha permitido vender bonos que habían alcanzado nuestro precio objetivo para poder aumentar nuestra exposición a economías emergentes, que se han visto seriamente afectadas por la paulatina subida de tipos de la Reserva Federal, por ser año de elecciones (Turquía, Méjico) y, en algunos casos, por ser países en los que la balanza de pagos sigue presentando serios desequilibrios, como en el caso de Sudáfrica y Turquía. Dicha rotación nos ha permitido invertir en créditos con rentabilidades muy atractivas (en algunos casos superiores al 10% en dólares) y con riesgos crediticios similares o mejores que en Estados Unidos.

En la tabla siguiente ponemos algunos ejemplos de bonos que hemos adquirido recientemente y que conocíamos bien pero que no estábamos invertidos a principios de año por la compresión de los diferenciales crediticios. En algunos casos, creemos que el castigo del mercado ha sido excesivo:

Nombre	Características Bono				Máximos del 2018			Información Actual		
	Moneda	Cupón	Vencimiento	Rating	Precio 2018	YTW 2018	Fecha	Px compra 05/07/2018	Yield compra 05/07/2018	Caída de máximos
SSMS	USD	7,75	23/01/2023	B	102,10	7,20%	ene-18	87,990	11,19%	-13,82%
STILLWATER	USD	6,125	27/06/2022	BB	102,81	5,27%	ene-18	89,529	9,34%	-12,92%
KERNEL HOLDING SA	USD	8,75	31/01/2022	B	110,98	5,61%	ene-18	98,070	9,40%	-11,63%
GEO COAL INT.	USD	8	04/10/2022	B	102,34	7,32%	ene-18	91,298	10,59%	-10,79%
AEGEA FINANCE SARL	USD	5,75	10/10/2024	BB	102,00	5,34%	ene-18	92,737	7,21%	-9,08%
TV AZTECA SA DE CV	USD	8,25	09/08/2024	B	107,74	6,73%	ene-18	98,445	8,58%	-8,62%
TURKIYE GARANTI BANK.	USD	5,25	13/09/2022	BBB	102,94	4,48%	ene-18	94,777	6,70%	-7,93%
ATENTO LUXCO 1 SA	USD	6,125	10/08/2022	BB	104,71	4,91%	ene-18	96,535	7,11%	-7,81%
AKBANK TAS	USD	5	24/10/2022	BB	101,75	4,56%	ene-18	94,828	6,39%	-6,80%
Promedio		6,8		BB/B+	104,2	5,71%		93,80	8,50%	-9,9%

En general, aunque el mercado no nos dé la razón a corto plazo y los créditos que hemos comprado sigan cayendo algunos puntos, la única preocupación que tenemos en este tipo de compañías, además de las habituales, es el desfase que se puede producir entre su divisa de operaciones y el dólar, que suele ser la divisa en la que emiten deuda. Por ello, cuando invertimos en compañías en países emergentes, buscamos alguna de estas características:

- **Ingresos en dólares:** obviamente esta es la primera característica y la más importante. Compañías como Geo Coal (minera de carbón en Indonesia), Sawit Sumbermas Sarana (aceite de palma en Indonesia) o Kernel (aceite de girasol en Ucrania) venden productos en mercados internacionales ligados a índices en dólares. En todos estos casos, la depreciación de la moneda local no tiene ningún impacto sobre sus ingresos convertidos a dólares.
- **Costes en moneda local:** esta es la otra cara de la moneda, e igual de importante que la primera. Sibanye-Stillwater (minera de oro y PGMs en Sudáfrica y Estados Unidos) tiene una gran parte de su base de costes en rands sudafricanos, con lo que al depreciarse la moneda no solo recibe la misma cantidad de ingresos en dólares, sino que su estructura de costes se adelgaza considerablemente. De hecho, este tipo de compañías son las más beneficiadas a nivel operativo cuando hay revuelo entre los inversores por los emergentes.
- **Emisión cubierta con derivados:** en algunos casos, aunque el negocio no ejerce de protección natural contra los tipos de cambio, la compañía puede haber cubierto su emisión de deuda en dólares con derivados. Atento, compañía brasileña de *call centers*, ha recurrido a tal solución.
- **Balance sólido o empresa líder del sector:** por último, y solo en casos muy excepcionales, aceptamos el riesgo de desfase de divisa. En los casos de Garanti y Akbank, ambos bancos turcos, hemos aceptado en invertir en la deuda *unsecured* sabiendo que de los siete grandes bancos turcos (un sector que históricamente ha generado rentabilidades elevadas con un ratios de capital sólidos) son lo que presentan unos números más sólidos y que están respaldados por inversores (BBVA en el caso de Garanti) con vocación de largo plazo.

No sabemos qué pasará en el futuro, ni qué nos deparará la guerra comercial ni las políticas monetarias restrictivas, sólo qué en el caso de los créditos emergentes anteriormente comentados, creemos que estamos comprando mejor balance con mejores rendimientos en comparación con los créditos de EE.UU (por no mencionar los europeos, que seguimos creyendo presentan el peor binomio rentabilidad/riesgo de todo el universo *high yield*). En algunos casos concretos, creemos que será suficiente con un par de presentaciones de resultados para que los analistas vuelvan a centrarse en la evolución real de los negocios y en los fríos números financieros, y no en el *beauty contest* (adivinar qué piensa el resto de los participantes del mercado) de cuándo se acabará la oleada de ventas actual.

Otras actualizaciones

Del resto de posiciones de la cartera, mencionar que, a pesar de las revalorizaciones que han experimentado durante el primer semestre del año, seguimos positivos con nuestras posiciones en energía, especialmente en CRC, Enquest y Athabasca – todas ellas principales posiciones del fondo. Son bonos que (en promedio) siguen pagando por encima del 9,5% en dólares y que tienen por delante un escenario muy favorable, dada la falta de inversión en petróleo que ha habido durante los

últimos tres años. A pesar de la volatilidad a corto plazo que puede haber creado la OPEP revertiendo parcialmente los recortes que anunció a finales del 2016, la falta de capacidad ociosa en muchos de sus miembros (no solo en Nigeria, Libia, y Venezuela, en los que la producción está cayendo de manera acelerada, sino también en países en teoría “baluartes” como Arabia Saudita y Kuwait, cuya capacidad creemos es menor de lo que normalmente se presupone) hará que los recortes sean más nominales que efectivos. Por otra parte, se espera que el crecimiento de la cuenca Permian en EEUU (cuenca de la que se esperan los mayores crecimientos de producción en EEUU este año) se vea frenado por la falta de capacidad de oleoductos que puedan transportar el producto al Golfo de Méjico (de hecho, los diferenciales en las últimas semanas del índice de la Permian, el Midland Basin, respecto al WTI, se han disparado como consecuencia de estas restricciones). Descartando una recesión económica a nivel mundial, seguimos siendo muy optimistas con el precio del petróleo a corto plazo, y de hecho creemos que ya a finales de este año y principios del siguiente los elevados precios empezarán a tener una influencia significativa en la ralentización del crecimiento económico mundial.

Por último, ha habido algunas novedades durante el semestre en nuestra principal posición, Aimia. En primer lugar, Aimia sacó a cotizar en el Nasdaq una de sus líneas de negocios, Cardlytics, en febrero de 2018, cristalizando el valor de la inversión, que vale ahora para Aimia más de CAD60M. Adicionalmente, Aimia anunció en febrero la (muy mala) venta del negocio de puntos británico a Sainsbury, hecho que ha propiciado que Chris Mittleman, accionista y propietario del 10% de la empresa, tome una posición más activa en la inversión y haya pedido asientos en el consejo. La implicación de Mittleman, que creemos evitará más errores infantiles de este tipo a futuro, junto con un buen desempeño de los negocios (especialmente en su división mejicana de puntos Club Premier, cuyo EBITDA ha venido creciendo anualmente en el primer trimestre del año a tasas del 20%), facilitarán la refinanciación parcial del bono que vence el año que viene e impulsarán también el valor de las preferentes, que actualmente cotizan con un descuento respecto a nuestro *fair value* de más del 50% y que llevan sin pagar ningún dividendo (pero que se acumula, al 6,5% anual) desde mayo del año pasado. En el bono, tras haber incrementado nuestra posición a principio del año, tenemos un precio medio de compra de 97 (precio actual de 99) y un año entero de haber cobrado cupón (6,5%), mientras que en la preferente, contabilizando el dividendo devengado, estamos a cero. Aimia presentará resultados a mediados de julio, en los que además de ver el progreso en la obtención de sinergias que está realizando la compañía como consecuencia de la venta del negocio británico, este semestre esperamos noticias que nos ayuden a ganar claridad sobre i) el desarrollo del programa Aeroplan post-2020, ii) la posible desinversión de la participación de Aimia en Cardlytics y iii) cómo piensan adecuar la estructura de capital a la nueva realidad del negocio.

Posicionamiento actual

De cara al resto de 2018, el posicionamiento geográfico de nuestra cartera es 39,23% en Europa, 38,43% en EEUU y Canadá, 8,52% en Asia y 13,82% en el resto del mundo. Aunque Europa es la mayor área en la que estamos invertidos, no tenemos ningún bono en la parte “tradicional” de Europa (Francia, Alemania, Italia, etc.), que creemos que están absurdamente caros y que corregirán tarde o temprano, sino en los países nórdicos, en Reino Unido (empresas de petróleo y transporte marítimo), Ucrania (Kernel) y España, en donde seguimos manteniendo una posición (aunque menor) en **OHL** y en las constructoras **Copasa** y **Ortiz**.

Por otro lado, los pesos de nuestra cartera por ratings son: grado de inversión 2,7%, BB 17,7%, B y CCC 32% y sin rating 34,1%.

A nivel sectorial, los principales pesos de nuestra cartera son: industria 14%, consumo cíclico 8,51%, financieras 5,71%, energía 19,33%, consumo defensivo 9,94% y materiales básicos 8,5%.

BrightGate Capital, SGIIC
c/ Génova, 11 – 28004 Madrid
Tel. +34 91 441 0011
www.brightgatecapital.com

BrightGate Capital

■ Equipo ■ Gestión ■ Distribución ■ Advisory ■ Legal ■ Comunicación ■ Contacto