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

"The future ain't what it used to be."
Yogi Berra

Nos gustaría empezar con un resumen rápido del fondo. El fondo cerró el 29 de diciembre de 2017 con un NAV de 115,09, lo que representa un retorno neto anual del 4,01%. El fondo se creó el 14 de octubre de 2013, y la rentabilidad desde inicio ha sido del 15,1%. El código ISIN del fondo es LU0942882589. Durante el ejercicio 2017 la desviación típica T12 del Fondo (medida por Bloomberg) fue del 1,26%, lo que nos situó con un ratio de Sharpe de 3,45.

La filosofía del fondo es Buy & Hold con un mandato de inversión en crédito global con duraciones inferiores a 3. La cartera está relativamente concentrada (entre 55 y 70 posiciones) y recoge nuestras mejores ideas, que creemos ofrecen una rentabilidad ajustada por el riesgo más atractiva que el crédito medio que puede encontrarse en los mercados de high yield (HY) de hoy en día. Aunque nos gusta mantener las posiciones hasta vencimiento, nuestro fondo en este sentido no es un fondo Buy & Hold tradicional, en que las posiciones se compran y se mantienen hasta vencimiento, sino que constantemente evaluamos las posiciones que tenemos en función del precio al que cotizan y la evolución de los fundamentales del negocio, con lo que nuestra estrategia podría denominarse más un Buy & Watch. En un entorno como el actual, de diferenciales crediticios estrechos y bajos tipos de interés, somos de la creencia de que las estrategias tradicionales Buy & Hold son malos candidatos para estar en la cartera de nuestros inversores, ya que las apretadas valoraciones hacen difícil la reinversión de cupones (se utilizan los pagos de intereses en la compra de bonos cada vez más caros). Creemos que la correcta reinversión de los cupones es una importante (y muy a menudo poco apreciada) fuente de rentabilidad en el largo plazo; nuestros inversores pueden estar seguros que una gran parte de nuestra atención está dedicada a dicha tarea.

Respecto a la política de cobertura de divisas del fondo, a día de hoy la cartera está cubierta completamente. Las únicas excepciones, que representan menos de un 3% de la cartera, son dos créditos en Méjico y Argentina, en el que estamos expuestos a los movimientos de divisa pero que por otra parte nos dejan altos cupones como protección. No esperamos cambios en la política de cobertura de divisas para el 2018.

A continuación haremos un repaso de cómo hemos generado rentabilidad en 2017, cuáles han sido nuestras principales posiciones, cómo vemos los mercados y cómo estamos posicionados de cara al 2018.

Resumen del año 2017

A diferencia de 2016, 2017 ha sido un año tranquilo en los mercados de HY. Si en 2016 vimos grandes revaloraciones en los precios de muchos bonos ligados al sector de materias primas y energía según los precios de las materias primas se recuperaban, 2017 ha sido un año en que la rentabilidad ha venido fundamentalmente dada por los cupones. El índice US High Yield BofA Merrill Lynch (contra el que no nos comparamos, dadas nuestra mayor diversidad geográfica y nuestro menor rango de duración, pero que recoge en gran parte la salud de los mercados HY) generó una rentabilidad del 7.48% (en dólares) con unos niveles de volatilidad (hasta el mes de noviembre al menos) anormalmente bajos. Las rentabilidades ofrecidas por el índice, junto con unos costes de cobertura crecientes dada la disparidad de la política monetaria entre el BCE y la FED, han producido que el high yield no sea tan "high" para los inversores cuya moneda de referencia es el euro, que han tenido que soportar unos costes de cobertura medios contra el dólar en el 2017 del 2,0%-2,6%, dependiendo del momento y plazo en el que se cubrió la moneda.

2017 ha sido también el año en donde hemos completado de manera exitosa la nueva política de inversión del fondo, rotando la cartera desde la filosofía Buy & Hold que teníamos con vencimiento al 2018 (y eliminando las posiciones que no generaban ya ninguna rentabilidad) a una cartera con filosofía similar (duración menor a 3) pero con vencimientos a 5 años. En muchos casos hemos simplemente sustituido crédito que ya conocíamos por otro del mismo emisor a dos/tres años más, y en otros casos nos ha implicado estudiar en detalle nuevas empresas. Las métricas de la cartera durante el 2017 muestran que la filosofía de inversión ha sido (y será) exactamente la misma.

A pesar de la baja volatilidad y de unos mercados con valoraciones cada vez más ajustadas, creemos que hemos encontrado inversiones a lo largo del año con una calidad crediticia extraordinaria para el rendimiento que pagaban. De la cartera invertida, en torno a un 80% de la misma está en bonos cuya misión es generar unos rendimientos por cupones (*carry*) estables, mientras que el 20% restante son operaciones que consideramos oportunistas, pero que no por ello tienen que conllevar siempre más riesgo. Como ejemplo de estas últimas operaciones, hemos acudido a segmentos donde creemos que los mercados de renta fija son más ineficientes: el mercado de *fallen angels*, las situaciones en donde el ráting del crédito corporativo está restringido por el crédito del país o por situaciones en donde el pesimismo del mercado es extremo y no se valoran correctamente los activos que garantizan la calidad del crédito. Algunos ejemplos de transacciones que hemos realizado en dichos segmentos este último año se muestran a continuación:

- ***Fallen angels*:** aunque las valoraciones caras han llegado también al mercado de los *fallen angels* (la escasa "oferta" de *fallen angels* este año unida a la caza de rentabilidad por parte de fondos HY han hecho que las situaciones temporales de fijación incorrecta de precios en estos títulos hayan sido menores), hemos encontrado títulos con excelentes fundamentales cotizando a precios muy buenos. A finales de mayo Moody's recortó el ráting de **Petrofac**, empresa líder mundial en proyectos de ingeniería para la industria del petróleo y gas, a Ba1, y el precio del bono que vencía en 2018 pasó a cotizar de 101 a 94. Petrofac también salió en los medios por unos resultados peor de lo previsto y por el caso de fraude (con multa por importe desconocido) con Unaoil y la obtención de manera ilícita de ciertos contratos en Kazajstán. Todo ello presentó la oportunidad de invertir en un bono con un *yield to worst* superior al 7% en dólares, vencimiento a un año y con un balance en que la caja cubría la deuda financiera de la compañía. El bono ha vuelto a cotizar a par y deshicimos la posición hace algunos meses, dado el ajustado rendimiento que ofrecen los bonos ahora. Por otra parte, en agosto compramos bonos de la empresa canadiense **Aimia**, dedicada a programas de fidelización por puntos, hasta hacerla nuestra principal posición. El caso de **Aimia** lo hemos comentado en nuestras reuniones durante los últimos meses y no lo repetiremos aquí, pero creíamos (y creemos) que el riesgo crediticio era mínimo y que la rentabilidad que pagaba el bono cuando entramos (9% en dólares canadienses) no estaba justificada para un crédito que vence al 2019, que genera caja, tiene activos monetizables y un fuerte paquete de *covenants*. El bono cotiza ya por encima de par (tras haber caído de 105 a 80 por la rebaja de ráting de S&P) y desde que lo compramos la empresa ha seguido manteniendo su hoja de ruta (desinversión de activos no estratégicos y resultados en línea con lo previsto). Estamos viendo la posibilidad de tomar una posición en las preferentes de la compañía, que han estado también severamente castigadas (caídas del 70%) pero que bajo nuestros análisis redimen a par incluso en escenarios de caídas severas (50%) en el EBITDA.
- **Crédito restringido por el ráting del país:** a principios de año empezamos a tomar posiciones en varios créditos de empresas ucranianas. Ucrania, que llevaba virtualmente años fuera de los mercados de capitales dado su conflicto militar con Rusia, tiene sin embargo varias empresas con negocios excelentes y bien gestionadas que dado el ráting de Ucrania (CCC) eran consideradas crédito basura para las agencias de ráting, vetando así a los tradicionales grandes inversores institucionales su acceso a estos créditos. Tomamos posiciones en **Kernel** (bajo nuestro punto de vista la mejor empresa de Ucrania, dedicada a la producción de aceite de girasol, verticalmente integrada y con la mayoría de ingresos en dólares), **MHP** (dedicada a la cría y venta de pollos y huevos, también verticalmente integrada) y **Ferrexpo** (producción de pellets de hierro). Son empresas que cuando el conflicto entre Ucrania y Rusia llegó a su cenit en 2013-2014 seguían teniendo ratios financieros extraordinarios. Compramos estos créditos con ratios DFN/EBITDA menores a 2x y cobertura de intereses superiores a 6. Desde marzo, los bonos se han revalorizado mucho (especialmente los de **Kernel**, cotizando a 110 ahora respecto al par que salieron) y en algunos de ellos hemos acumulado plusvalías cercanas al 20%. Recientemente hemos

liquidado nuestra posición en MHP (baja rentabilidad a los precios actuales) y no descartamos eliminar las otras dos posiciones a lo largo de 2018. Curiosamente, según el ráting del soberano ha mejorado desde entonces los rátings de estas compañías han mejorado también (están en B ahora), aunque desde nuestro punto de vista son bastante peor inversión ahora de lo que lo eran hace un año.

- **Situaciones especiales:** en general, encontramos que el mercado tiene algunas dificultades en valorar los activos de empresas matrices, infravalorándolos la mayoría de las veces (en la parte de renta variable se observa un fenómeno similar). A modo de ejemplo, llevamos invertidos en **OHL** hace ya más de un año, tanto en los bonos que vencían en el 2020 como en los del 2022, siendo una de nuestras principales posiciones. Desde el anuncio de venta de la división de concesiones en octubre por 2.235 millones de euros al fondo australiano IFM, los bonos han pasado a cotizar por encima de par, descontando ya la redención adelantada que hará la compañía en el primer trimestre de este año. Desde la rebaja de ráting por Moody's en noviembre de 2016, el mercado estaba descontando que OHL era otra Abengoa o Isolux, y los bonos pagaban por encima del 10% en euros. Nuestras valoraciones de las concesiones nos daban un rango de valoración entre €1.600 y €1.900 millones (que luego ha probado ser conservador), con lo que incluso teniendo en cuenta una quema de caja agresiva en la parte de construcción/industrial en los próximos 3 años (lo que no iba a ocurrir dado el cambio en el perfil de los proyectos de estas áreas, más pequeños y con necesidades de circulante más acotadas, y el cierre del área industrial), los bonos del '20 valían par. Además del área de concesiones, el área de desarrollos (con las ventas parciales de Mayacobá y de Canalejas, con valoraciones reales de mercado) proporcionaban colchón adicional.

Finalmente, la última fuente importante de rentabilidad durante el año han sido nuestras posiciones en compañías energéticas, que han funcionado bastante bien, especialmente en la segunda mitad del año. A pesar de que seguimos infraponderados en energía respecto a los índices, las 4 posiciones que tenemos son de las de mayor convicción en la cartera y con el mayor potencial de revalorización. **Premier Oil**, empresa británica de producción y exploración con activos en el Mar del Norte, Indonesia, Islas Malvinas y Méjico, y **Rowan Cos**., empresa dedicada al alquiler de plataformas de perforación offshore (esencialmente jack-ups) han pasado a formar parte de nuestra cartera en 2017, y completan junto con **California Resources Corporation** y **Enquest Energy** (adquiridas durante el 2016) nuestras apuestas por el petróleo. Creemos que todas ellas son apuestas muy superiores, tanto en riesgo como en rentabilidad, a las posiciones medias que se pueden encontrar en un índice de HY, que en el caso particular de EEUU está lleno de empresas de producción de petróleo de esquisto (*fracking*), sobre las que hemos escrito en el pasado, cuyo modelo de negocio nos parece muy pobre y cuyos bonos, paradójicamente, tienen unos diferenciales crediticios muy apretados.

Aunque luego comentaremos el caso de **Enquest** más adelante (ya que es la que se ha quedado más rezagada en cuanto a precio), queríamos mencionar la evolución de nuestra posición en CRC, ya que muchos clientes han preguntado por ella al ser durante mucho tiempo la compañía con los rendimientos más altos que teníamos en cartera. Tras haber tomado una pequeña posición en abril de 2016 en los bonos 2nd lien en torno a los 40$, dichos bonos cerraron en 2016 en torno a 90$, para pasar a cotizar a mediados de 2017 (cuando el pesimismo por las compañías energéticas era extremo, a pesar de señales claras de que el mercado se estaba ya reequilibrando) en torno a 50$, momento en que decidimos incrementar nuestra posición de nuevo. Desde entonces, ayudados por precios del petróleo más altos, nuevas joint-ventures que ha firmado **CRC** para poder explotar sin capex la base de activos tan masiva que tiene (más de 700 millones de barriles de reservas onshore, medidas a finales de 2016 cuando el petróleo estaba barato, de las cuales la mayoría están ya desarrolladas), junto con una reestructuración de la deuda en octubre, los precios han vuelto a subir a 90$, con una rentabilidad a vencimiento todavía del 12%, pero una historia que a estos precios del petróleo creemos que tiene ya un mínimo riesgo crediticio.

Los aciertos han estado, desgraciadamente, compensados en una pequeña parte por algunos errores, de los que esperamos haber sacado lecciones. Especialmente en dos casos: el de **JBS** y el de **Rent-a-Center**. Son dos bonos que hemos cerrado con minusvalías, y que aunque representaban cada uno el 1-1,25% de la cartera y la pérdida en cada uno no ha sido más del 10%, van a ser buenas enseñanzas de aquí en adelante. En el caso de JBS, fallamos en apreciar el valor del negocio de EEUU (Pilgrim's Pride) y la diversificación que **JBS Holding** tiene a nivel geográfico y a nivel de producto

(pollo, cerdo y vacuno), dejándonos influenciar por las noticias negativas relativas a los hermanos Batista y la posibilidad de que utilizasen transferencias de activos en una estructura corporativa que era bastante complicada. En el caso de **Rent-a-Center**, que opera más de 2.500 tiendas en EEUU y 150 en Méjico dedicadas al alquiler de productos electrónicos (televisores, smartphones, etc.) con posibilidad de compra al finalizar el período de alquiler, hemos aprendido que estamos más tranquilos si las inversiones en retail americano tienen las propiedades como garantía (que no era el caso **Rent-a-Center**, cuyos locales están alquilados). Tras varios resultados decepcionantes decidimos cerrar la posición viendo que íbamos a tener poca visibilidad en la generación de caja futura: aunque el precio del bono se ha recuperado desde entonces y los resultados se han estabilizado, pensamos que la venta fue una decisión correcta.

Posicionamiento actual y año 2018

De cara al 2018, el posicionamiento geográfico de nuestra cartera es 52% en Europa, 25,6% en EEUU y Canadá, 14,5% en Asia y 7,9% 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 (las empresas petroleras antes comentadas y **Debenhams**), Ucrania y España, en donde tenemos la posición importante en **OHL** comentada antes y en las constructoras **Copasa** y **Ortiz**. Destacar que la parte nórdica de nuestra cartera está compuesta mayoritariamente por bonos flotantes, proporcionando una buena protección en un hipotético entorno de subidas de tipos. Por otra parte, como comentamos en la carta del año pasado, hemos reducido sustancialmente nuestra exposición a Asia, no porque no haya empresas atractivas, sino porque una vez tenido en cuenta el coste de cobertura del renminbi el rendimiento de los bonos no es atractivo. Esperamos pocos cambios a nivel geográfico mientras los costes de cobertura no cambien.

Por otro lado, los pesos de nuestra cartera por ratings son: grado de inversión 5,9%, BB 20,7%, B y CCC 28,6% y sin ráting 44,8%.

A nivel sectorial, los principales pesos de nuestra cartera son: industria 19,6%, consumo cíclico 16,9%, financieras 11,3%, energía 10,1%, consumo defensivo 7,1% y materiales básicos 7%.

El 2018 se presenta a priori como un año con valoraciones ajustadas en los mercados de high yield y con posibilidades de que cualquier pequeña corrección pueda llevarse por delante la rentabilidad generada en el año por cupones, con lo que creemos la manera de añadir valor durante este año será estar cada vez más desligados de los índices y estar donde nadie está. Como señaló una vez Yogi Berra en la frase con la que hemos empezado esta carta, "el futuro ya no es lo que era", una frase que resume a la perfección nuestra visión para el 2018, un año que creemos será diferente a lo que puede ser un año típico en HY. A cierre de diciembre, nuestra cartera invertida tiene un YTM bruto del 6,75% (en torno al 5,5% neto de las coberturas de divisas), y tenemos una posición del 16% en caja y bonos líquidos grado de inversión a corto plazo (11% en caja y 5% en bonos), con una duración de 2,1. Creemos que dicho posicionamiento defensivo, junto con la diversificación de la cartera, nos permitirá obtener un rendimiento razonable en 2018 y al mismo tiempo dotarnos de la suficiente flexibilidad para las oportunidades que puedan surgir a lo largo del año.

A nivel macroeconómico, siendo inversores de HY en mercados de corta duración, nuestra única preocupación es la salud de la economía china, dados los altos niveles de endeudamiento y la dificultad que tendrán las empresas, por falta de generación de beneficios agregada, de afrontar la transición de una economía dirigida por la inversión a una dirigida por el consumo. Creemos que Europa (a pesar de mayores precios del petróleo y tipos de cambios más desfavorables que el año pasado) y EEUU seguirán creciendo a ritmos razonables (Europa más que EEUU), y tenemos poca preocupación en nuestra cartera por i) sendas agresivas en la política monetaria de los respectivos Bancos Centrales, o por ii) niveles de inflación más altos de lo esperado. Milton Friedman solía decir que "la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario" (para la que luego se ponen ejemplos extremos y sacados de contexto como el de Alemania en 1923 o los países sudamericanos varias veces en los últimos 100 años), afirmación con la que no podemos estar más en desacuerdo. La inflación es un fenómeno monetario en países con regímenes políticos débiles e inestables: en el resto del mundo es y ha sido la mayoría de las veces un fenómeno salarial, y dados el crecimiento de

los salarios las últimas dos décadas en el mundo occidental y las crecientes desigualdades del ingreso y la riqueza, no esperamos ningún repunte significativo de la inflación a corto plazo.

Aunque nuestro análisis es a nivel individual de empresa y no podemos saber ni cuándo ni dónde encontraremos las oportunidades, sí que podemos comentar las partes de nuestra cartera en las que todavía vemos valor así como nuestras impresiones sobre algunos sectores que pueden ofrecer atractivas oportunidades de inversión más adelante.

Respecto a las posiciones infravaloradas de nuestra cartera, mencionar a modo de ejemplo dos. Comentábamos antes el caso de **Enquest**, una de nuestras posiciones energéticas y principales posiciones en la cartera, productora de petróleo offshore en el Mar del Norte y que se ha quedado rezagada durante el 2017. Tomamos la primera posición de **Enquest** en el último trimestre del 2016, al poco de anunciar la OPEP su decisión de recortar la producción, en torno a los 70$. La empresa había sufrido una reestructuración reciente de la deuda y veíamos que ya no iba a tener problemas financieros para poner en funcionamiento Kraken, el campo en el que llevaban invirtiendo desde el 2013, que entraba en funcionamiento en junio de 2017 y que prácticamente iba a duplicar la producción de la compañía. Problemas en la entrada de funcionamiento de Kraken, junto con el pesimismo antes comentado por las compañías energéticas de mitad de año, llevaron a los bonos desde los 80$ hasta los 60$, cerrando el año en torno a 70$ (en torno al precio al que los compramos), una vez que se confirmó que Kraken está ya funcionando a tasas muy altas de capacidad. Según avanzaba el año y veíamos que la historia mejoraba hemos ido adquiriendo una posición mayor. Pensamos que el bono vale par incluso con precios del Brent a 55$, con lo que a precios de cierre del 2017 creemos que **Enquest** será una de las mayores fuentes de rentabilidad de la cartera para el 2018 (al momento de escribir esta carta la primera semana de enero, los bonos han pasado a cotizar a 80).

Imperial Metals es otra de las posiciones que creemos nos ayudarán en 2018. Imperial Metals es una minera dedicada a la extracción de cobre y oro, con dos minas en Canadá, Mount Polley y Red Chris, su proyecto estrella. Adquirimos la posición después del verano, cuando la compañía presentó resultados peores de lo previsto por unos incendios forestales que impidieron el trabajo en Mount Polley y por una mineralización peor de lo prevista en Red Chris. Dado que Red Chris es una mina con unos costes por libra de cobre muy bajos (produce una elevada cantidad de oro como subproducto) y una vida esperada a los ritmos de producción actuales de 100 años, creemos que solamente la valoración que tenemos de Red Chris justifica la deuda entera de la compañía y parte del equity, teniendo Mount Polley como garantía adicional gratis. Además, estamos con la mejor compañía posible, ya que los principales accionistas (y bonistas) de la compañía son Murray Edwards (el fundador de Canadian Natural Resources), y Bruce Berkowitz, el CIO de Fairholme Funds. Ambos accionistas han expresado siempre su interés en proyectos a largo plazo con excelentes ventajas competitivas (costes en este caso), con lo que creemos que la refinanciación del bono en el 2019 (de los cuales ellos también tienen un importante porcentaje) no debería presentar ningún problema. El bono cotiza a 94 con una rentabilidad a vencimiento del 13%.

Creemos que la industria retail americana presentará oportunidades muy atractivas de inversión durante los siguientes años. A pesar de no estar en recesión la economía estadounidense, muchos *malls* (como **Sears**, **JC Penney**, **Macy's**) y otros negocios minoristas están viendo como sus beneficios no crecen (o directamente decrecen), ya no solo por el comercio online, que sigue tomando cuota de mercado a las tradicionales tiendas físicas, sino por cambios de hábitos de consumo de los consumidores, como experiencias alternativas de ocio. Hemos tomado pequeñas posiciones (menos del 3% de la cartera) en el sector a través de **Sears** y de **JCP**, dado el precio atractivo al que cotizaban los bonos. Ambas son empresas en las que no tenemos en cuenta ninguna recuperación de sus negocios pero que pensamos que (a diferencia del caso de **Rent-a-Center** comentado antes) tienen una vasta base de activos que cubren holgadamente el valor de los bonos. Creemos que el caso de **Sears**, el cual hemos analizado extensamente, será uno de los casos más interesantes a seguir durante el 2018, no solo por la empresa en sí, sino por el efecto dominó que creará el cierre de sus tiendas en otras empresas del sector en las que está como inquilino, tales como **Seritage Growth Properties**, **Washington Prime Group** o **CBL Properties**. Muchas de estas empresas tienen bonos (y acciones preferentes) que no consideramos atractivos en este momento, pero que no dudamos que encontraremos en el futuro a valoraciones más razonables.

Nos gustaría concluir agradeciéndoles la confianza depositada en nosotros. Solo esperamos que los resultados que demos a futuro sigan manteniendo como hasta la fecha dicha confianza.

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