

CLUB EXPERTOS Matba Rofex

Buscando valor en la Renta Fija Global: Rentas en un mundo de tasas negativas

Expositor: Juan José Battaglia
Economista Jefe en Cucchiara y Cia.

*Desde la Macro a la Micro. La política monetaria de la FED, los mercados emergentes,
los balances corporativos y las oportunidades en renta fija.*



juan@cucchiara.sba.com.ar

Seleccionando emisores: ¿Por donde empezar?

- Curva de rendimientos USA: Fed funds futures, FED dot plots y expectativas de mercado.
- Política monetaria Bancos Centrales: Tasas y hoja de balance (quantitative easing).
- Economías emergentes: Flujos de capital, commodities, monedas y DXY.
- Para empresas de países emergentes (además de analizar los ratios de la empresa) ver balance de pagos, minimizar el riesgo de potenciales devaluaciones sobre la deuda en dólares de las empresas.
- Ahora sí, podemos analizar el sector y la compañía en cuestión.
- Analizar las condiciones del bono. Precio, duration, duration modificada, cupón, fija o flotante, YTM/YTC/YTW, convergencia, paridad, seniority senior/junior, secured/unsecured, callable, CoCo, etc.

Tasas bajas, pero en un mundo donde el dólar pierde muy poco poder de compra.

- Sólo una cuestión de paciencia, diversificación, algo de timing y selección.

Tasa	Años en duplicar capital
2,50%	28
3,70%	19
5,10%	14
6,50%	11

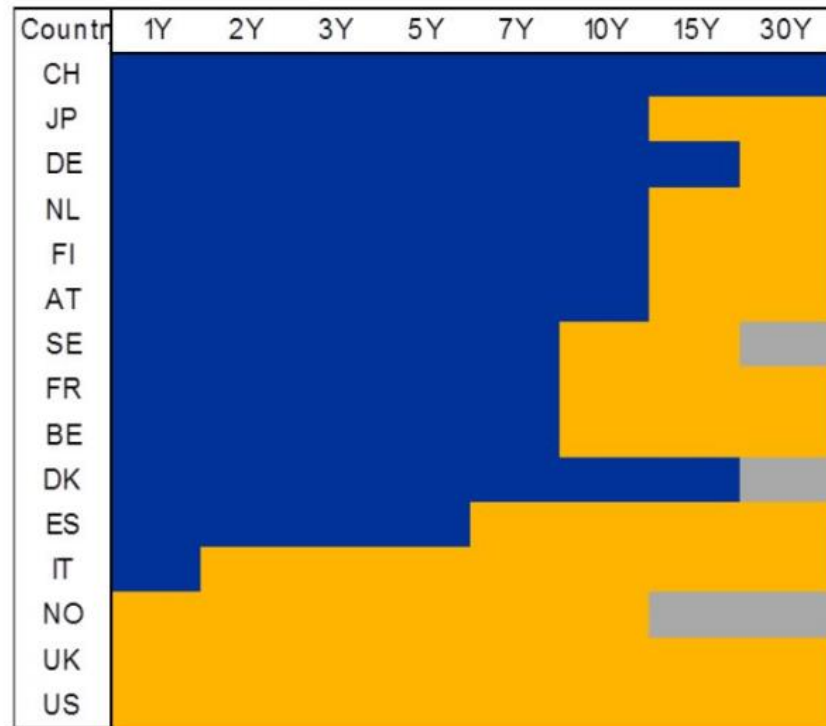
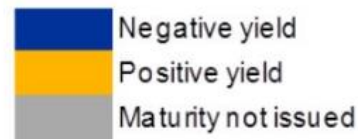


Tasas Globales

Country	Rate	Central Bank Rate (Today)
Switzerland	Target Rate	-0.75%
Denmark	Deposit Rate	-0.75%
Eurozone	Deposit Rate	-0.50%
Sweden	Repo Rate	-0.25%
Japan	Policy Rate Bal	-0.10%
UK	Bank Rate	0.75%
Australia	Cash Rate	0.75%
New Zealand	Cash Rate	1.00%
Thailand	Policy Rate	1.25%
South Korea	Repo Rate	1.25%
Norway	Deposit Rate	1.50%
Poland	Repo Rate	1.50%
Taiwan	Discount Rate	1.50%
US	Fed Funds	1.63%
Canada	Overnight	1.75%
Chile	Base Rate	1.75%
Czech Republic	Repo Rate	2.00%
Hong Kong	Base Rate	2.00%
Peru	Policy Rate	2.25%
Saudi Arabia	Reverse Repo	2.25%

Government bonds trading at negative and positive yields

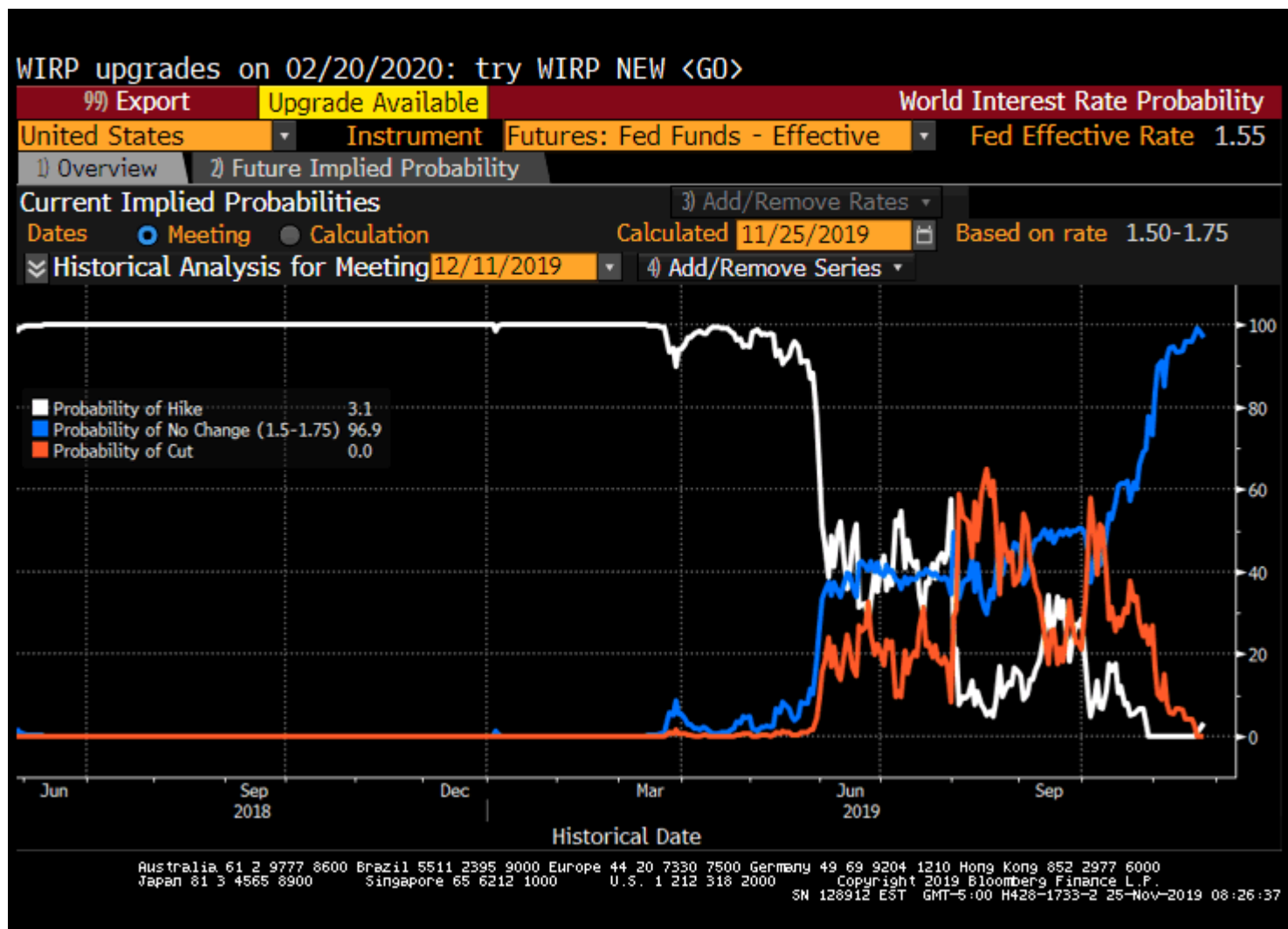
(by country and maturity bucket)



USA: Todo una cuestión de expectativas.

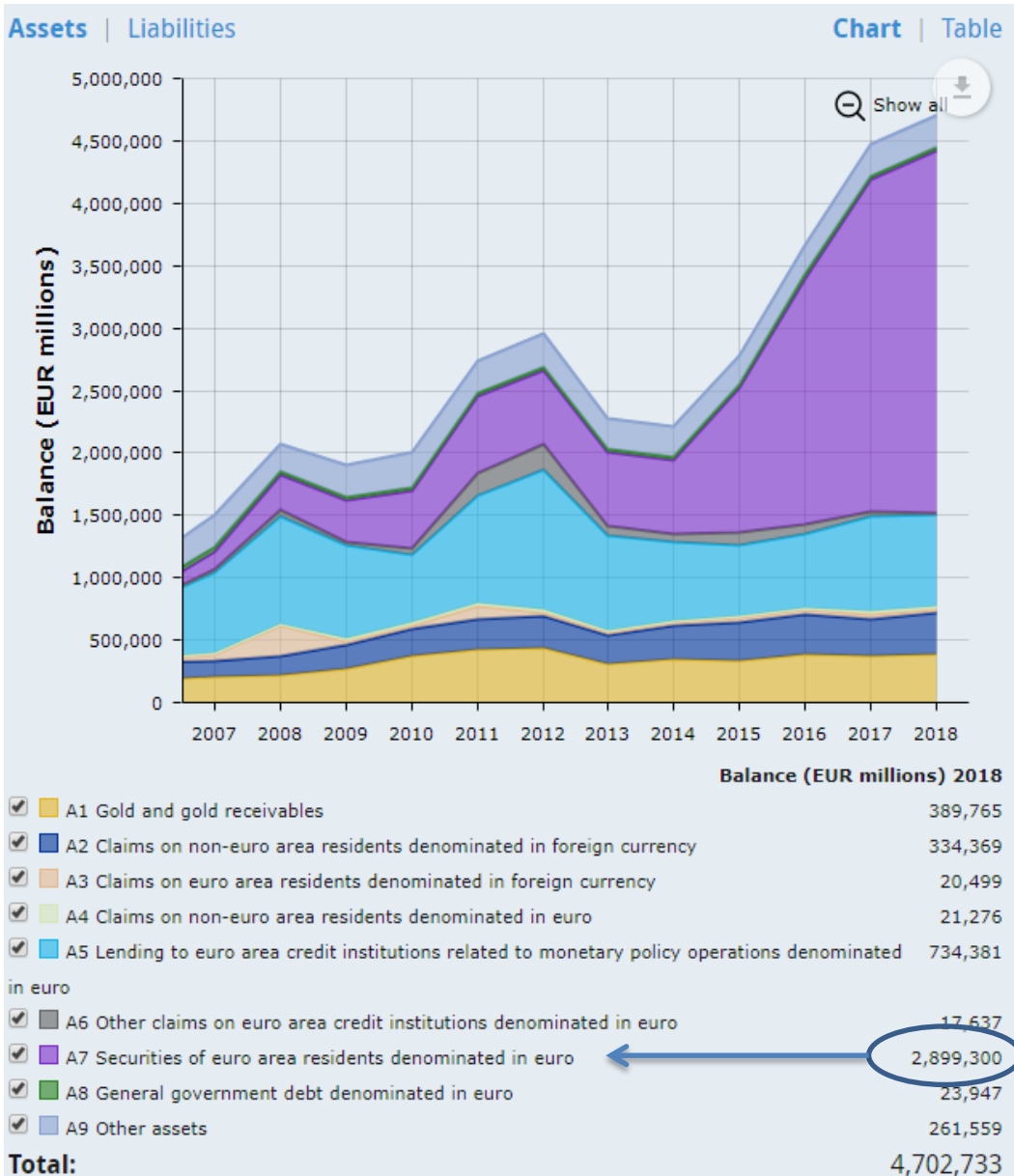
Recordar siempre que la opinión del mercado es la más importante.

Recordar siempre que el mercado cambia muy rápido de opinión.

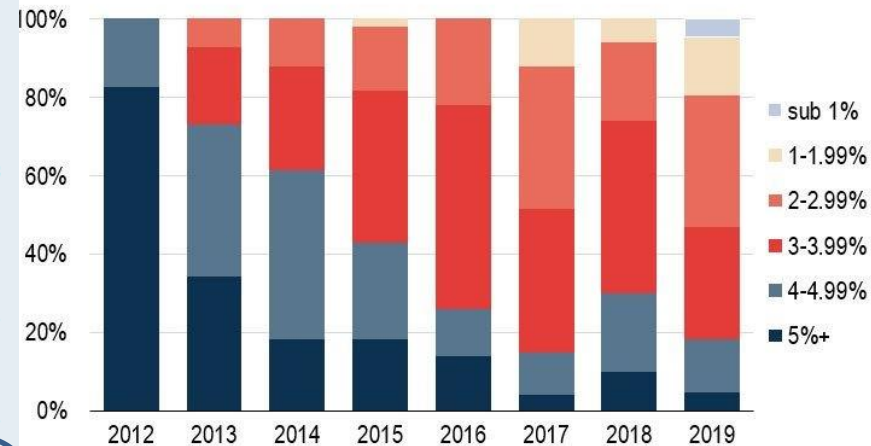


Fuente: Bloomberg

Europa: la realidad supera la ficción



Europe: Double-B fixed rate notes, YTM distribution



(Based on bond count)

Source: LCD, an offering of S&P Global Market Intelligence

Aprovechar Sell-Off

- Por diversos motivos podemos experimentar episodios de sell-off.
- ¿Miedo a suba de tasas? ¿Miedo a Emerging Markets? ¿Miedo a Brasil? ¿Miedo a México? ¿Miedo al sector bancario? ¿Miedo a Petroleras? ¿Miedo a noticias puntuales sobre un emisor?
- Una vez seleccionados los emisores y los títulos, monitorear los precios. Aprovechar los Sell-Off de mercado para tomar posición.
- El Sell-Off permite comprar varios puntos por debajo y subir rendimientos.
- Solo podrá comprar en mínimos por azar. 1) Seguramente, una vez incorporados los títulos en cartera en medio del Sell-Off, los bonos seguirán cayendo. 2) Esperar estabilización de precio para comprar.
- Pero es renta fija. Si compra por fundamentos, tarde o temprano el efecto convergencia a vencimiento será el principal driver de precios. No hace falta comprar en mínimos.
- Fundamental manejar riesgo de duration y conservar liquidez. Recuerde que no es Gordon Gekko.

Selección de Créditos.

- Ratios: No mirar únicamente la foto, seguir la dinámica en el tiempo bajo diferentes contextos.

- Para monitorear las compañías no financieras:

-EBITDA/Intereses: Mide la cobertura de intereses, cuantas veces la empresa cubre los intereses de sus deudas financieras con su EBITDA

-Deuda financiera Neta/EBITDA: Mide el tamaño de la deuda financiera neta (se resta el efectivo y equivalentes) en relación al EBITDA. 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.

-RCF / Deuda Neta: Flujos de caja retenidos como porcentaje de la deuda neta.

-Cash/Deuda Corto Plazo: Efectivo y equivalentes para hacer frente a los próximos vencimientos.

-Cobertura cambiaria: stocks y flujos en moneda extranjera.

Repasando experiencias recientes.

Sell-Off Emergentes: finales de 2015 (¿2018?)

- Fuerte caída en mercados emergentes y en el precio de los commodities.
- Tesis de inversión: si bien la extrema bonanza de la última década podrá no repetirse, el futuro no deja de ser alentador. Detrás de esta tesis están los cambios demográficos, la todavía latente demanda de materias primas producto de las nuevas clases medias y los grandes avances en estabilización macro de muchos emergentes.
- ¿Emergente con buenos fundamentos castigado por la caída en commodities? Chile.
- ¿Empresa con buenos fundamentos castigada por el Sell-Off? **Codelco**.



Codelco 2025

- Enorme ampliación del spread respecto a treasury comparable. Nada mal incorporar en cartera un bono al 5% a 10 años de un buen emisor cuando la tasa en USA ronda el 2%.

CDEL 4 1/2 09/16/25 Corp		Settings	Yield and Spread Analysis		
			95 Buy	96 Sell	
1) Yield & Spread 2) Graphs 3) Pricing 4) Description 5) Custom					
CDEL 4 1/2 09/16/25 (USP3143NAW40)					
Spread	294.84 bp	vs	10y T 2 08/15/25	Workout	OAS
Price	96		99.39844	M.Dur	7.844
Yield	5.016109	Wst	2.067660	Dur	7.990
Wkout	09/16/2025 @	100.00	Yld 6 6	Risk	7.557
Settle	10/13/15		10/07/15	Convexity	0.741
Trade	10/07/15		Retro (Using input price)	DV 01 on .1M	0.08
Spreads		Yield Calculations		Invoice	
1) G-Sprd	294.5	Street Convention	5.016109	Face	0.1 M
2) I-Sprd	297.1	Equiv 1 /Yr	5.079012	Principal	96.00
3) Basis	-147.1	Mmkt (Act/360)		Accrued (27 Days)	0.34
4) Z-Sprd	302.7	True Yield	5.015795	Total (USD)	96.34
5) ASW	284.1	Current Yield	4.688		
6) OAS	300.6				
After Tax (Inc 40.80% CG 23.80%)		3.051162			

Codelco 2025

- Un mal año el 2015, pero no alcanza para justificar la caída de paridad.

	December 31,		
	2015	2014	Variation %
Copper Production* ('000 mft)	1,891	1,841	2.7
Own Molybdenum Production ('000 mft)	28	31	(9.6)
Cash Cost (Usc/Pound)	138.7	150.4	(7.8)
Own Copper Sales ('000 mft)	1,774	1,688	5.1
Own Molybdenum Sales ('000 mft)	26	27	(2.4)
→ LME Copper Price (Usc/Pound)	249.2	311.3	(19.9)
→ Metals Week Molybdenum Price (US\$/Pound)	6.6	11.3	(41.7)
Average Exchange Rate (CLP/US\$)	654	570	14.7
Closing Exchange Rate (CLP/US\$)	707	607	16.5
Total Revenues (US\$ mn)	11,693	13,827	(15.4)
Gross Profit (US\$ mn)	1,777	3,715	(52.2)
Gross Margin (%)	15.2	26.9	(43.4)
→ Adjusted EBITDA*** (US\$ mn)	3,576	5,445	(34.3)
Adjusted EBITDA Margin (%)	30.6	39.4	(22.4)
Net Financial Debt** (US\$ mn)	12,333	11,554	6.7
Net Interest Expense (US\$mn)	508	445	14.1
→ Net Debt to LTM Adjusted EBITDA	3.45	2.12	62.5
→ Adjusted EBITDA to Net Interest Expenses	7.0	12.2	(42.4)
Net Debt to total Capitalization (%)	51.8	47.4	9.3
→ Capex (US\$ mn)	3,343	3,364	(0.6)

Elecciones en México

- AMLO, con un fuerte discurso político y un gran apoyo popular, gana las elecciones a mediados de 2018. La cancelación de la construcción del aeropuerto fue el gatillo final que provocó un fuerte Sell-Off en los activos mexicanos.
- Tesis de inversión: Macro estable, pujanza de la economía americana, manejables desequilibrios externos y fiscales. Riesgo político más contenido, no hay reelección. Pragmatismo económico.
- ¿Empresa con buenos fundamentos y riesgo local contenido, castigada por el Sell-Off? **Grupo Cementos de Chihuahua.**

2018 results (US\$)

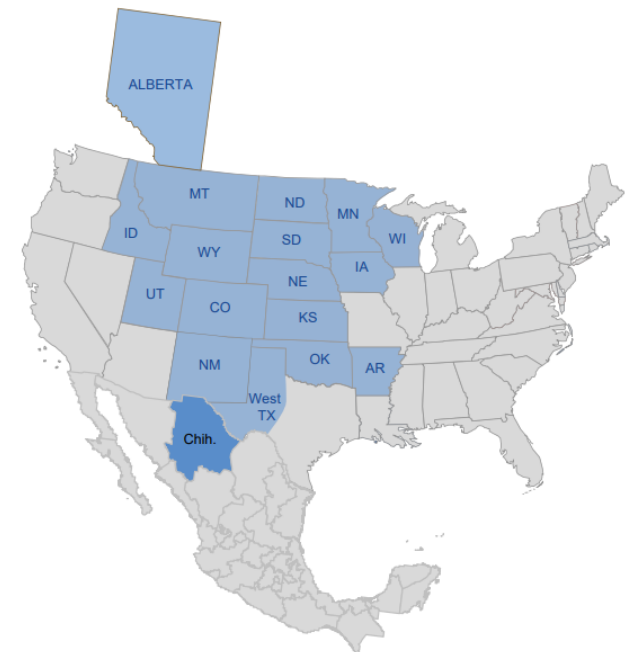
\$883 million Sales – 73% U.S. / 27% Mexico

\$256 mm EBITDA – 62% U.S. / 38% Mexico

29.0% EBITDA margin



Geographic footprint in "Center Cut" of North America from northern Mexico to U.S. and Canada border

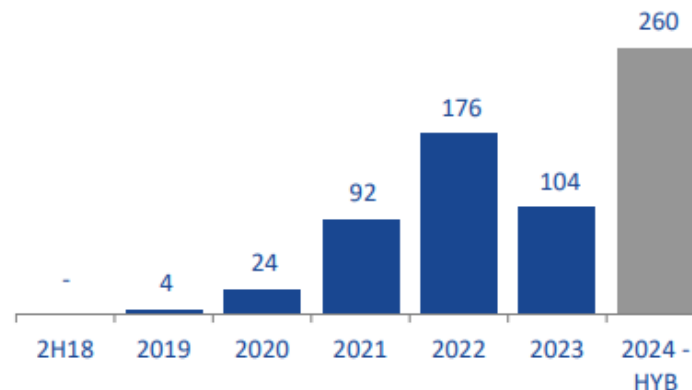


Reduction of annual interest expenses by US\$18M

- Bond interest coupon decreased to 5.250% from 8.125%
 - Savings on financial expenses = US\$ 7.5 million per year
 - Extended maturity 4 years
- Bank debt refinancing yields an estimated US\$ 10 million in annualized interest expense savings

Agency	Rating	Outlook	Date
S&P	BB+	Stable	05/18
Fitch	BB+	Stable	02/19

Maturity profile (US\$ million)



Debt Composition (September, 2018, US\$ million)

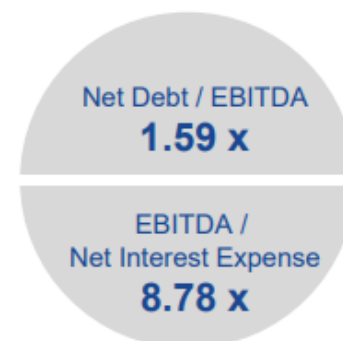
Securities Debt	Bank Debt
Notes due 2024, \$260	2018 Refinancing, \$400

Interest rates

5.25%

5y: Libor + 1.75% (variable)
Blended: 4.69%

Debt ratios (Dec 30, 2018)



GCC 2024

Screen Printed

GCCAMM 5 1/4 06/23/24 Corp Settings Yield and Spread Analysis

1 Yield & Spread 2 Graphs 3 Pricing 4 Description 5 Custom 6 Calls

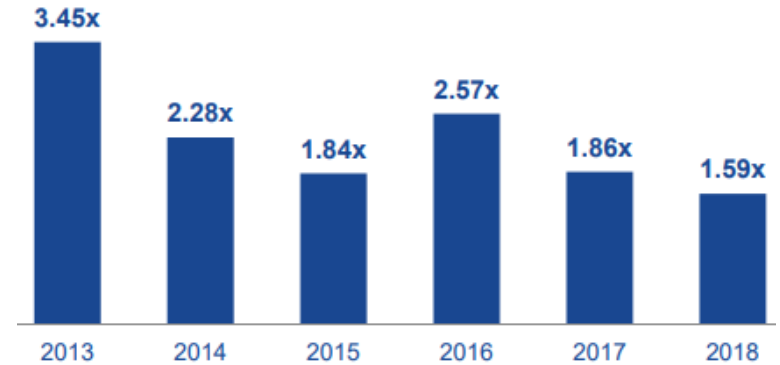
GCCAMM 5 1/4 06/23/24 (USP4954UAB00) Risk

Spread	339.78 bp vs 5yT 2 7/8 11/30/23	Workout	OAS
Price	96	100.7383	M.Dur 4.593 4.431
Yield	6.112789 Wst 2.714978 S/A	Risk	4.523 4.363
Wkout	06/23/2024 @ 100.00 Yld 6.6	Convexity	0.257 0.146
Settle	12/12/18	DV 01 on1MM	452 436
Trade	12/10/18 Retro (Using input price)	Benchmark Risk	4.637 4.637
		Risk Hedge	975M 941M
		Proceeds Hedge	977M

Spreads		Yield Calculations		Invoice	
1) G-Sprd	338.0	Street Convention	6.112789	Face	1,000 M
2) I-Sprd	330.5	Equiv 1 /Yr	6.206205	Principal	960,000.00
Basis	N.A. Mmkt (Act/360)			Accrued (169 Days)	24,645.83
14) Z-Sprd	330.5	True Yield	6.109665	Total (USD)	984,645.83
15) ASW	317.4	Current Yield	5.469		
16) OAS	329.3				
After Tax (Inc 40.80% CG 23.80%)		3.759157			

Net leverage ratio

(Net Debt / EBITDA)



GCCAMM 5 1/4 06/23/24 \$104.181 +.120 Yld .000 At 13:17 Source BMRK

A0049258 Corp 95 Compare 90 Actions 97 Edit Line Chart



Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 4565 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 510 2000 Copyright 2019 Bloomberg Finance L.P. SN 128813 EST GMT-5:00 H428-1733-2 25-Nov-2019 13:17:49

Caos Político y Crisis Económica en Brasil. Corrupción

- Brasil muy castigado. Crisis de crecimiento, crisis política y lava jato.
- **JBS:** Escándalo de corrupción hermanos Batista.
- Tesis de inversión: Brasil hizo parte importante de su ajuste, sobre todo el externo. Frigorífico más grande del mundo, diversificado con una excelente posición de caja y liquidez. Fuerte perfil exportador y varias filiales, reduciendo la exposición a Brasil.
- Con los años, excelente Liability management y fue llamando (Calls) los bonos cortos.



Bond Matures on a SUNDAY
JBSSBZ 5 3/4 06/15/25 Corp Settings Yield and Spread Analysis

Yield & Spread Graphs Pricing Description Custom Calls

Spread	Price	Yield	Wst	Yld	Risk	Workout	OAS
686.49 bp	82	8.590910	104.6797	6.16	M.Dur	6.737	6.813
			1.726042		Dur	5.589	5.652
					Risk	0.576	0.566
					Convexity	559	565
					Benchmark Risk	9.166	9.326
					Risk Hedge	610M	606M
					Proceeds Hedge	788M	

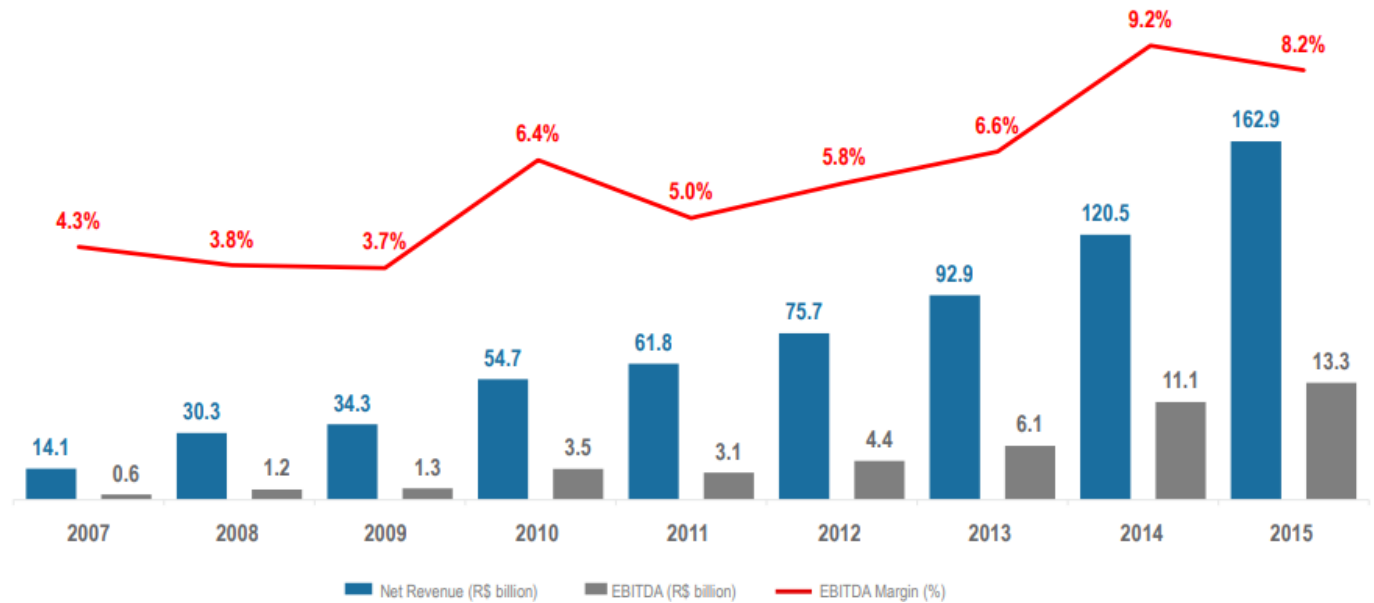
Spreads Yield Calculations Invoice

Spread	Yield	Face
1) G-Sprd 690.2	Street Convention 8.590910	1,000 M
2) I-Sprd 701.5	Equiv 1 /Yr 8.775419	Principal 820,000.00
Basis N.A.	Mmkt (Act/360)	Accrued (60 Days) 9,583.33
14) Z-Sprd 709.0	True Yield 8.588315	Total (USD) 829,583.33
15) ASW 612.7	Current Yield 7.012	
16) OAS 698.6		

After Tax (Inc 40.80% CG 23.80%) 5.542909

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 51 3 4566 6900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000
Copyright 2019 Bloomberg Finance L.P. SN 128912 EST GMT+8:00 H428-1733-2 25-Nov-2019 13:52:31

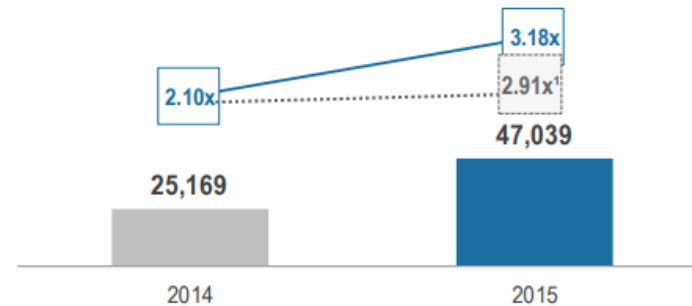
JBS 2025



NET DEBT (US\$ MILLION)



NET DEBT (R\$ MILLION) / LEVERAGE



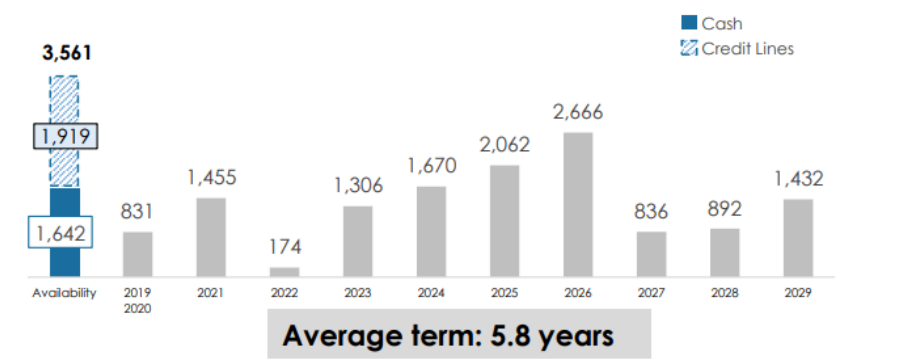
RECENT ACQUISITIONS CONSIDERED TO CALCULATE PROFORMA EBITDA¹

- | Tyson de Mexico
- | Primo Group
- | Moy Park
- | Big Frango
- | Anhambí
- | Cargill Pork

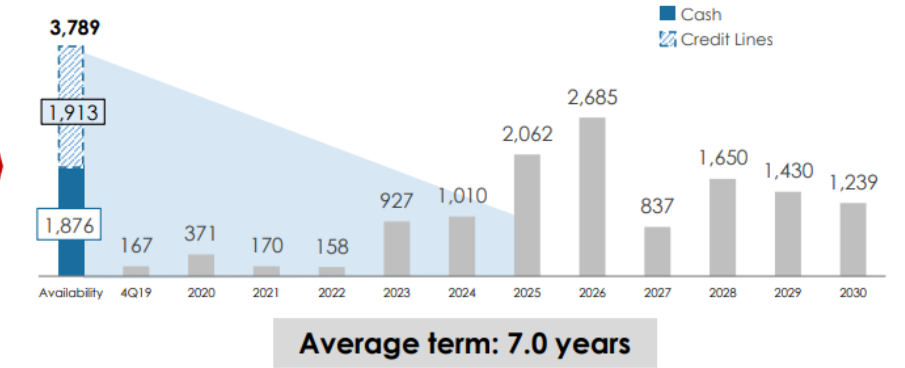
Total cost: ~US\$5.0 billion / R\$20.0 billion
 Incremental EBITDA in the year: ~R\$1.5 billion

LIABILITY MANAGEMENT

Debt Amortization Schedule as of June 30th (in US\$ million)



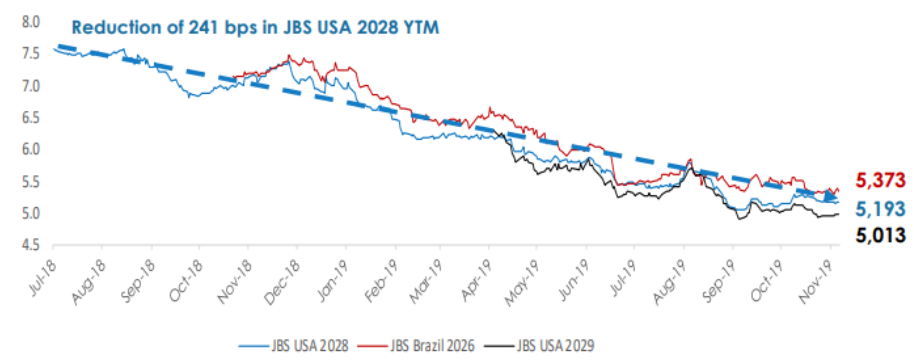
Debt Amortization Schedule as of September 30th (in US\$ million)



Recent Events

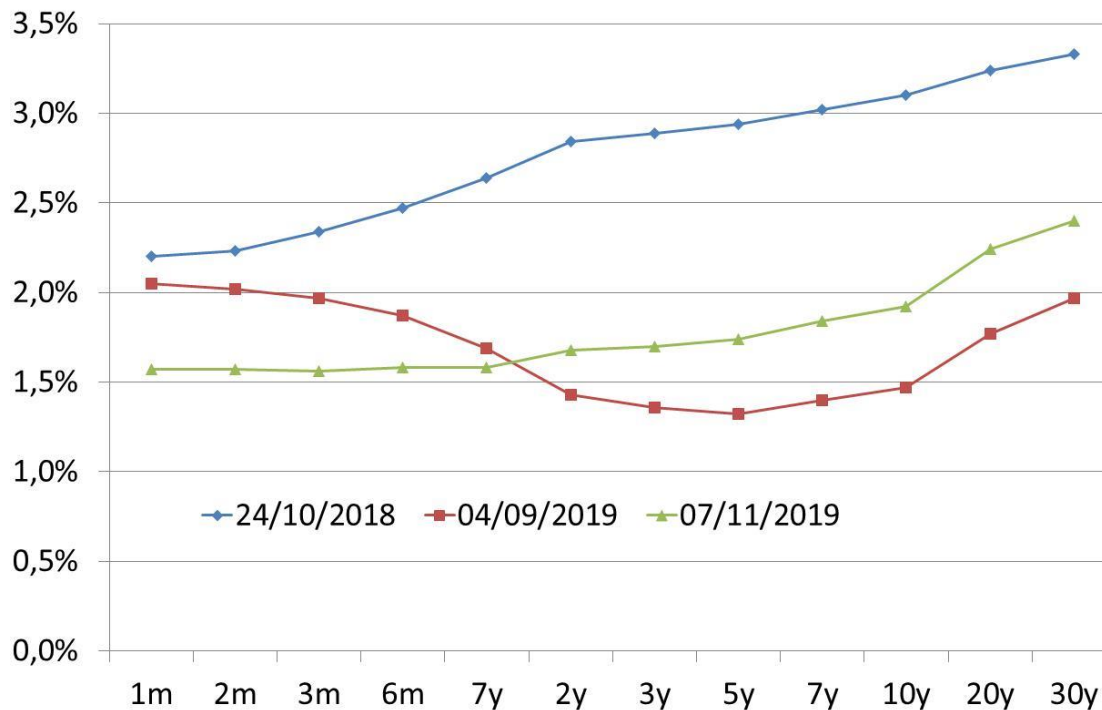
- Standard & Poors's Upgrade to BB
- Normalization Agreement Conclusion with the payment of R\$6.2 billion in the quarter
- M&A:
 - Closing of Seberi acquisition by Seara
 - Closing of Tulip acquisition by PPC
 - Brianza acquisition by Rigamonti
 - Marba acquisition by Seara

JBS Bond Yield-To-Maturity Evolution (%)



Curva de rendimientos y bonos largos....

- Movimientos no anticipados por el mercado en la curva de tasas provocan fuertes cambios de precios en los bonos largos, perpetuos o acciones preferidas.



La tasa no subió como el mercado esperaba a finales de 2018...

- En estos escenarios, las preferidas de buenos emisores eran una muy buena opción.



Principios de 2019: ¿Si la tasa no bajaba como el mercado esperaba?

- A diferencia del mercado, a principios del 2019 considerábamos que las tasas se iban a mantener. Si pretendíamos posicionarnos en consecuencia y mantener cobertura a potenciales subas de tasa, los bonos largos Fix/Float son una buena opción con cobertura.



EDF 5 1/4 PERP Corp		Settings		Yield and Spread Analysis	
103.210/103.210	4.156/4.156	TRMT@ 11/25		Buy	Sell
EDF 5 1/4 PERP (USF2099TAF33)		Coupon Schedule			
Spread	254.24 bp vs	5yT 1 1/2 10/31/24	Fix Coupon	Pay Date	Frequency
Price	103.289263 G.P. 105.039	99-18 11:29:13	5.2500	07/29/2013	2.0000
Yield	4.129195 Call	1.586814 S/A	5.2500	01/29/2023	2.0000
Wkcut	01/29/2023 @ 100.00	Contributed Yld	6.6		
Settle	11/29/19	11/27/19	Coupon Method F S23 - USD (30/36...		
Spread Quoted		Default Swap curve is used for projecti...			
Spreads		Yield Calculations	Workout	Maturity	Benchmark Float Frequency 2
1) G-Sprd	255.5	Street Convention	4.129195	5.240945	USSW10 - 10YE... 1.6413 %
2) I-Sprd	259.4	Equiv 1 /Yr	4.171821	5.309613	+ 370.90 (bps) spread
3) Basis	-227.1				Assumed Cpn 5.3503 %
Z-Sprd	N.A.				First Floater Fix Date 01/29/2023 to
ASW	N.A.	*Risk calculations done to the end of the			Maturity Date 07/29/2168
Calculate OAS	fix coupon period - 01/29/2023				
Risk		OAS	Workout	Reset Invoice	
M.Dur	Dur	2.856*	2.856*	Face	1,000 M
Risk Convexity		0.100*	0.100*	Principal	1,032,892.63
DV1 on	1,000 M	300*	300*	Accrued (120 Days)	17,500.00
Benchmark Risk		4.710*	4.710*	Total (USD)	1,050,392.63
Risk Hedge		637M	637M		

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 4565 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000
Copyright 2019 Bloomberg Finance L.P.
SN 128912 EST GMT-5:00 H433-3961-3 26-Nov-2019 11:29:30

Desplome Argentina Post Paso

- Tremendo desplome de Argentina post elecciones primarias. Bonos soberanos en 40%-50% de paridad. Bonos corporativos con buenos ratios entre 75% y 95%.
- Barrera psicológica: Estar dispuesto a pagar un bono corporativo el doble que un bono soberano. Si no mejora el soberano, el corporativo difícilmente recupere. Comprar con visión de largo plazo, cupones y convergencia a vencimiento.
- Tesis de inversión: Argentina no pretende explorar el terreno de la dimensión desconocida.
- Elegir empresas con buena liquidez financiera, generación de flujo de caja y sin necesidades de roleo de deuda: **Ragsha**
- La empresa tiene una alentadora posición financiera ya que los USD 12 millones anuales de carga de intereses se cubren cómodamente con los ingresos por alquileres, aún suponiendo una marcada caída en el precio de los alquileres en dólares. En el mismo sentido, el stock de deuda en moneda extranjera es muy reducido en relación a los metros cuadrados propios y el efectivo en cuentas del exterior de la firma.

Raghsa 2024

- Considerando los ingresos operativos producto del alquiler de oficinas (en dólares), sin potenciales ventas, estos permiten cubrir aproximadamente 2.7 veces el monto de intereses. A partir del 2020, cuando la empresa comience a percibir los alquileres del Centro Empresarial Libertador, la cobertura de intereses subirá a 3.8.
- Si bien la deuda financiera alcanza los USD 158 millones, la empresa cuenta con efectivo en cuentas del exterior por USD 104 millones. A esto debemos sumarle una cartera de activos financieros por USD 29 millones a valor de mercado actual.
- Supongamos un precio vendible por metro cuadrado de USD 4.000 (absolutamente conservadores dado que las últimas ventas se realizaron a USD 6.000 el metro) esto daría que a partir del 2020 el valor de los metros vendibles supera los USD 600 millones, contra una deuda neta de USD 35 millones.

RAGHSA 7 ¼ 03/21/24 \$ 182.004 - .004 Yld .000
At 12:58 Source BMRK

RAGHSA 7 ¼ 03/21/24 Co Settings Actions Page 1/12 Security Description: Bond

25 Bond Description 26 Issuer Description

Pages 1) Bond Info 2) Addtl Info 3) Reg/Tax 4) Covenants 5) Guarantors 6) Bond Ratings 7) Identifiers 8) Exchanges 9) Inv Parties 10) Fees, Restrict 11) Schedules 12) Coupons 13) Quick Links 14) ALLQ Pricing 15) QRD Qt Recap 16) TDH Trade Hist 17) CACS Corp Action 18) CF Prospectus 19) CN Sec News 20) HDS Holders		Issuer Information Name RAGHSA CONSTRUCC Industry Other Industrial (BCLASS) Security Information Mkt Iss Euro-Dollar Country AR Currency USD Rank Sr Unsecured Series REGS Coupon 7.250000 Type Fixed Cpn Freq S/A Day Cnt ISMA-30/360 Iss Price 99.32600 Maturity 03/21/2024 MAKE WHOLE @50.000000 until 03/21/21/ CALL 03... Iss Sprd Calc Type (1)STREET CONVENTION Pricing Date 03/15/2017 Interest Accrual Date 03/21/2017 1st Settle Date 03/21/2017 1st Coupon Date 09/21/2017 \$1,729,840 WERE ISSUED IN EXCH FROM CUSIP 750645AD5/ISIN USP79849AB41.	Identifiers ID Number AM8726540 ISIN USP79849AC24 FIGI BBG00G6Z0Y69 Bond Ratings Moody's Caa1 *- S&P NA Composite NR Issuance & Trading Aggregated Amount Issued/Out USD 119,729.84 (M) / USD 119,729.84 (M) Min Piece/Increment 1,000.00 / 1.00 Par Amount 1.00 Book Runner ITAU,UBS Reporting TRACE
---	--	---	--

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 4565 6900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2019 Bloomberg Finance L.P. SN 128912 EST GMT+5:00 H453-3951-2 26-Nov-2019 12:58:21



Muchas gracias!!!

juan@cucchiara.sba.com.ar