



Carta Semestral a Inversores
2 semestre 2019

Valencia, 16 de enero de 2020

Estimados inversores,

¡Feliz año 2020!... y... ¡que sea tan rentable como 2019!

Al contrario de lo que muchos imaginaban, 2019 ha sido un año muy rentable en los mercados. En concreto, el más rentable para todos nuestros vehículos desde 2013. Una vez más se ha cumplido el principio que hemos aprendido después de mucha sangre - metafóricamente hablando- y experiencia: ¡Desconfiar de los consensos y del sentimiento del mercado!

En el año que acaba, Buy & Hold ha cambiado su universo de inversión desde el mercado europeo al global. A finales del pasado marzo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) nos autorizaba a cambiar el folleto del fondo de inversión B&H Acciones para que pudiera invertir de modo global, y no solo en Europa como veníamos haciendo en nuestra SICAV Rex Royal Blue, desde hace 15 años. A partir de esa fecha, nuestro índice de referencia ha pasado de ser el MSCI pan-Euro al MSCI World. Este último índice es más exigente en rentabilidad pero también ofrece más y mejores oportunidades de inversión.

La principal razón de este cambio es que pensamos que el mercado global, sobre todo el americano, recoge empresas excelentes, punteras en innovación y tecnología que cuentan con extraordinarias barreras de entrada y que, por tanto, pensamos ofrecerán mejores retornos a largo plazo. Limitar nuestro universo de inversión a Europa, como había sido el caso hasta ahora, nos excluía de invertir en estas compañías.

En Buy&Hold gestionamos nuestro propio dinero además del de más de 2.000 inversores, así que no dudamos en ampliar el universo de inversión, aunque tengamos que cambiar el índice de referencia a uno más exigente, siempre que esto nos permita obtener mejores retornos para nuestros ahorros y de todos los que invierten en los vehículos que gestionamos.

En la Tabla que acompañamos a continuación, presentamos la rentabilidad de nuestros tres vehículos de mayor antigüedad durante el 2019 y desde el inicio de nuestra gestión. Presentamos también la rentabilidad de cada uno de sus índices de referencia. En la medida en que las carteras son muy similares, no hay diferencias significativas de rentabilidad entre los vehículos que gestionamos para cada tipo de activo. Para el caso de Renta Variable, el índice recoge el mercado europeo hasta marzo y a partir de ahí se cambia por uno global.

En 2019, los vehículos de Renta Fija y Mixto han superado a sus índices de referencia y el de Renta Variable se ha quedado ligeramente por debajo. Desde el inicio todos los vehículos superan holgadamente a sus respectivos índices de referencia.

TABLA DE RENTABILIDADES 2019

Estrategia	Producto	2019	Inicio
			Diciembre 2015
Estrategia Renta Fija 	BH Renta Fija Europa Sicav	+12,7%	+21%
	<i>Benchmark: Barclays Euro Aggregate Bonds 5 – 10 Years.</i>	+6,2%	+11%
			Junio 2010
Estrategia Flexible 	Pigmanort Sicav	+20,5%	+114%
	<i>Benchmark: 40% MSCI PAN EURO con dividendos netos HASTA 31/03/2019 + MSCI WORLD con dividendos netos HASTA 31/12/2019. 60% Barclays Euro Aggregate Bonds 5 – 10 Years.</i>	+14,9%	+78%
			Agosto 2004
Estrategia Acciones 	Rex Royal Blue Sicav	+26,7%	+241%
	<i>Benchmark: MSCI PAN EURO con dividendos netos HASTA 31/03/2019 + MSCI WORLD con dividendos netos HASTA 31/12/2019.</i>	+27,9%	+155%

POLÉMICA SOBRE LA INVERSIÓN EN VALOR (“VALUE INVESTING”)

Muchos de nuestros inversores se encuentran perplejos con la polémica actual en el mundo de la inversión entre valor y crecimiento. En los últimos años, muchos fondos de inversión autodenominados de “valor” han obtenido malas rentabilidades; mientras que los que invierten en empresas de corte tecnológico o de altos crecimientos han registrado altos retornos.

No existe un organismo que reparta diplomas de inversión en “valor”, y, en consecuencia, hay muchos inversores que se autodenominan “inversores en valor”, como nosotros, pero que siguen políticas de inversión muy diferentes entre si.

Dicho esto, pensamos que todos estamos de acuerdo en aceptar al inversor americano Warren Buffett como uno de los máximos exponentes de esta filosofía de inversión. Pues bien, si analizamos la cartera y la forma de invertir de Buffett, podemos concluir lo siguiente:

- No existe separación entre valor y crecimiento en su porfolio de inversiones. De hecho, una gran parte de los valores en los que invierte son empresas de alto crecimiento y de alta calidad.
- Los multiplicadores a los que normalmente cotizan sus inversiones suelen estar por encima de la media de mercado, es decir, a Warren Buffett no le interesan las empresas muy baratas con multiplicadores deprimidos. Dicho esto, da importancia al precio de compra y en ocasiones espera tiempo hasta que una empresa se encuentra a un precio un poco más razonable.

- En sus decisiones de inversión, la información y las predicciones de tipo macroeconómico (como los tipos de cambio, de interés, el precio de materias primas...etc) tiene un peso muy secundario. Y por el contrario, pondera mucho los fundamentales de la empresa y la calidad de los gestores.
- Su cartera de inversiones tiene una rotación muy baja.

¿Sorprendente, verdad? muy diferente de lo que muchos entienden que es un “inversor de valor”...

Si a nosotros nos preguntan en qué consiste la “inversión en valor”, diríamos que la principal característica consiste en analizar las compañías caso por caso, esquivando por completo los razonamientos de tipo macroeconómico. Esto en inglés se denomina “bottom up”. En este minucioso análisis, caso por caso, un inversor de valor debe sobre todo valorar la calidad del negocio y de los gestores en los que invierte, analizando las barreras de entrada del negocio en cuestión. Es decir, no se trata tanto de invertir en algo muy barato, por el hecho de serlo sin más, sino en invertir a un precio razonable en algo de gran calidad, tanto en términos de negocio como de gestión. Esta es sin duda la estrategia, que, en nuestra opinión, sigue Warren Buffett.

“VALUE INVESTING” DE CALIDAD FRENTE A “DEEP VALUE”

Warren Buffett fue alumno de otro gran inversor Benjamin Graham, para el que además trabajó en su empresa de inversión “Graham-Newman Partnership”, durante varios años antes de iniciar su andadura personal a través de su vehículo de inversión “Berkshire Hathaway”. Hoy en día, Berkshire cotiza en la bolsa de Nueva York y con esta empresa Warren Buffett ha obtenido una rentabilidad extraordinaria desde el año 1962. En concreto, Buffett compró las primeras acciones de Berkshire a 7,6 dólares por acción y actualmente cotizan alrededor de 340.000 dólares cada una.

Graham es considerado por muchos como el padre de la “inversión en valor”. Cuando él comienza a estudiar y a invertir, a principios del siglo XX, el mercado de valores era muy especulativo, y es él quien introduce el concepto de inversor como accionista. Es decir, como propietario de una empresa y no solo como especulador o comerciante de títulos. También introduce el concepto de valor intrínseco de una empresa, ligado a sus fundamentos económicos, de modo que cuando este valor es muy superior al precio al que cotiza se crea un margen de seguridad que en cierto modo garantiza que se ganará dinero con dicha inversión.

Benjamin Graham hizo gran énfasis en la valoración de una empresa y en la necesidad de comprar a un precio muy por debajo de su valor intrínseco, sin hacer mucho hincapié en la calidad del negocio. Su aproximación a la inversión era muy financiera, buscando negocios muy infravalorados por suma de partes o por el valor de sus activos, de modo que en una liquidación el accionista obtendría más que lo paga comprando sus títulos en la bolsa. Esta estrategia de inversión hoy podríamos denominarla “Deep Value”.

Warren Buffett, que como hemos dicho fue alumno y empleado de Graham, comenzó aplicando esta filosofía y más adelante se dio cuenta que más importante que comprar barato era comprar negocios de calidad tanto por sus fundamentales como por sus gestores. Muchos atribuyen en parte este cambio en sus políticas de inversión a Charlie Munger su socio -al que conoció más adelante- y con el que puso en marcha Berkshire. Hay otros analistas que consideran que la estrategia de Graham tuvo éxito en el pasado,

en la medida en que la economía era más industrial, pero empezó a decaer cuando se orientó más a los servicios y los intangibles -por ejemplo las marcas comerciales-; donde la calidad del negocio y las barreras de entrada juegan un papel muy importante en la valoración de un negocio.

Sea cual sea la razón de este cambio, es evidente que Buffett ha obtenido rentabilidades extraordinarias (TAE del 20,5% desde 1965 hasta la fecha) y claramente superiores a las de Graham.

CALIDAD, TIEMPO, BUFFETT Y BUY & HOLD

En Buy & Hold, también hemos sufrido una transformación similar, aunque como tenemos la mollera más dura que Buffett, entenderlo nos ha llevado más tiempo.

Ha sido un proceso gradual, casi desde que empezamos con Rex Royal Blue hace quince años. Al principio dábamos mucha importancia a la valoración, y ahora nos focalizamos mucho más en la calidad de la empresa. Debemos decir que en los dos últimos años este proceso se ha acelerado, en gran medida gracias a las disrupciones tecnológicas, que nos han hecho cometer grandes errores en algunas inversiones. Pero pensamos que estos errores nos han ayudado a mejorar puesto que -como humanos que somos- aprendemos mucho más de los errores que de los éxitos.

Cuando compramos un negocio de calidad, el tiempo juega a nuestro favor como accionistas. Si los fundamentales y la gestión de la empresa son buenos, con el tiempo sus beneficios crecerán y, con éstos, la valoración del negocio. El crecimiento compuesto es “la octava maravilla” del mundo, según Einstein, y, por tanto, nos resulta muy difícil comprenderlo de forma intuitiva. Algo que hoy parece caro, dentro de unos años puede estar muy barato si se produce un fuerte crecimiento de beneficios. De este modo, la gestión se simplifica (es decir se mejora), limitándose “tan solo” a identificar buenos negocios, a comprarlos, y a no hacer nada más.

Cuando compramos empresas con malos fundamentales pero que están en procesos de reestructuración, con valoraciones deprimidas o en momentos bajos del ciclo, también podemos ganar dinero; pero dependemos de que se produzca un evento favorable y después, una vez que la valoración ha reflejado este cambio, hay que vender y volver a tomar otra decisión de compra. En esta estrategia hay que estar continuamente deshaciendo y construyendo nuestra cartera, lo cual hace que las posibilidades de cometer errores sean más altas. Esta estrategia se ajusta a lo que antes hemos denominado “Deep Value”.

Volviendo a Warren Buffett, puesto que su cartera no cambia casi nunca, sus inversiones corresponden más a empresas de calidad que a cíclicas o negocios en reestructuración. De hecho, en una de sus famosas frases, Warren Buffet indica que “debes de invertir como si la bolsa fuera a estar cerrada durante los próximos diez años”. Es decir, en esta situación solo invertiríamos en empresas de primer nivel y difícilmente lo haríamos en negocios con malos fundamentales pero muy baratos o en un momento favorable del ciclo, por ejemplo. Y, a pesar del hecho de que el Sr. Buffet siga esta estrategia de comprar calidad, pensamos que nadie puede acusarle de no ser un “inversor de valor”.

En Buy & Hold, pensamos que hoy tenemos una cartera con la que nos sentimos cómodos y que no debería sufrir una gran rotación en el futuro. Durante 2018 y la

primera mitad de 2019, la rotación anualizada de nuestra cartera ha sido superior al 70%, pero durante la segunda mitad del 2019 se ha reducido a menos del 10%.

INVERSIÓN EN VALOR Y EN RENTA FIJA

Entrando un poco más en nuestro método inversor, cuando analizamos una inversión sea en Renta Variable o en Renta Fija, siempre miramos tres variables: 1) el negocio 2) los gestores y 3) la valoración. De estos tres conceptos, los dos primeros son de tipo cualitativo y son los más críticos para el éxito de la inversión.

Cuando compramos acciones, nos convertimos en accionistas, lo cual quiere decir que sólo ganaremos dinero una vez que la empresa haya pagado a todos sus acreedores y genere beneficios abundantes. En esta situación, la calidad del negocio y de sus gestores debe ser muy alta. Cualquier nube en el horizonte puede hacer que el negocio siga funcionando y cumpla todas sus obligaciones, pero que nosotros por el contrario como accionistas obtengamos unos beneficios y unos retornos mediocres o negativos.

Sin embargo, paradójicamente, esta situación -que debemos evitar a toda costa como accionistas-, puede ser muy rentable si somos acreedores. Como titular de un bono, nuestros intereses son en ocasiones distintos y contrapuestos a los intereses de los accionistas. De hecho, sólo nos preocupa que la empresa cumpla todas sus obligaciones financieras, es decir que no caiga en suspensión de pagos, independientemente de que tenga beneficios o no, o tenga que ampliar capital o malvender activos...etc. En otras palabras, como bonistas, la calidad de la empresa y de los gestores no debe ser extraordinaria, sino simplemente suficiente... para evitar una suspensión de pagos...

Una suspensión de pagos (concurso de acreedores) es un evento extremo que normalmente se evita a toda costa; porque en ella no solo pierden los accionistas, sino todo el mundo, incluidos los acreedores, los trabajadores y los directivos. Antes de una suspensión de pagos, las empresas mueven todas las palancas disponibles, reduciendo costes, vendiendo negocios, ampliando capital o buscando un comprador que les salve.

Cuando invertimos como acreedores buscamos bonos que pensamos que están mal valorados por el mercado (su precio implica un riesgo de impago mayor que el que nosotros asignamos), y para los que esperamos que mejoren su solvencia y que esta sea finalmente reconocida por el mercado. Cuando esto sucede, en el entorno actual de tipos tan bajos, normalmente vendemos antes de vencimiento; puesto que la mayor parte de la revalorización del bono se suele producir en corto espacio de tiempo; y la rentabilidad que queda hasta el final suele ser muy baja.

Ya sea comprando un bono o una acción, cuando damos preponderancia al análisis de la valoración y de los estados financieros sin mirar en profundidad qué tipo de empresa -o qué tipo de gestores tenemos-, las posibilidades de cometer un error son muy altas. En el caso de los bonos, un precio atractivo, normalmente refleja una probabilidad más alta de lo normal de que la empresa incurra en una suspensión de pagos, por lo que comprar bonos porque dan rentabilidades altas sin analizar nada más puede hacernos caer en trampas de valor. Es decir, comprar algo muy barato puede ser un error porque es muy probable que acabe dándonos un susto. Lo mismo podemos decir si compramos las acciones de la empresa: comprar una acción muy barata sin más, puede hacernos comprar una "trampa de valor", una acción que está muy barata porque es probable que la empresa vaya a ir mal y el mercado lo esté viendo.

Nuestro trabajo como gestores de carteras de bonos es valorar hasta qué punto el “Sr. Mercado” ha exagerado el riesgo de solvencia, para lo cual analizamos los fundamentales del negocio y la calidad de los gestores. Incluso, hay ocasiones en que es razonable pensar que la empresa por si sola no podrá evitar una suspensión de pagos en el futuro sin ayuda externa; pero mirando a sus accionistas podemos concluir que razonablemente esta ayuda llegará si es necesaria.

Siguiendo los parámetros de inversión de Buffett, nunca compramos deuda sin rentabilidad o especulando con lo que van a hacer los tipos de interés. Es decir, según razonamientos de tipo macroeconómico. Sin embargo, durante el último año hemos mantenido una posición corta en la deuda pública española. No porque pensemos que van a subir los tipos de interés en general, sino porque creemos que, desde un punto de vista fundamental, el interés que paga España por su deuda -que es cercano a cero- no es sostenible a medio plazo. España tiene un déficit público estructural y unas obligaciones futuras con el sistema público de pensiones que no son sostenibles sin una reforma muy profunda y dolorosa. La venta de deuda pública española tiene otra ventaja adicional, y es que nos permite cubrirnos contra subidas de tipos de interés en caso de que éstas se produjeran.

Durante muchos años hemos construido carteras con rentabilidades suficientes y con las que nos sentimos cómodos comprando crédito de emisores corporativos sin más, no especulando con la evolución de los tipos de interés. La venta de deuda española entra dentro de esta filosofía, como hemos explicado antes. Incluso, pensamos que tal vez el mercado ofrece más oportunidades comparativamente en renta fija que en renta variable.

En renta variable, se puede obtener más rentabilidad a largo plazo con mucha más volatilidad que en renta fija, pero pensamos que en renta fija se puede obtener una rentabilidad razonable holgadamente superior a la inflación con una volatilidad muy reducida.

UN MISMO CASO PARA NUESTRA CARTERA DE RENTA VARIABLE Y DE RENTA FIJA

Alguna vez se da el caso de bonos cuya rentabilidad es tan alta que pueden resultar atractivos no solo para nuestra cartera de Renta Fija sino también para la de Variable. En estos casos, después de un análisis de los fundamentales de la empresa y de sus gestores concluimos que el Sr. Mercado no está valorando correctamente los riesgos de solvencia y por tanto constituyen una oportunidad de inversión.



Este es el caso de los bonos con vencimiento 2022 y 2023 de la constructora OHL que los tenemos tanto en la cartera de renta variable como en la de renta fija. Este bono ofrece una rentabilidad tan alta que es apto para nuestros fondos de renta variable, y además, es el bono más arriesgado -y que más rentabilidad ofrece- en las carteras de renta fija. Nuestra cartera de Renta Fija está muy diversificada y el bono de OHL representa una pequeña posición del total, pero lo traemos a colación para mostrar como analizamos una inversión, que además, por su alta rentabilidad es apta también para la cartera de Renta Variable.

OHL es una vieja conocida para nosotros. Como accionistas, hemos ganado mucho dinero hace años, y luego sufrimos pérdidas en 2018, cuando volvimos a entrar en el momento en que sus acciones se convirtieron en una trampa de valor tras la venta de su negocio de autopistas de Méjico.

Hoy en día, es muy difícil valorar hasta qué punto la empresa ganará dinero en el futuro y cuánto. Si damos por válidos los parámetros que nos ofrece la propia OHL, su beneficio neto rondaría entre los 50 y 60 millones de euros al año a partir de 2021 ó 2022. Aplicando un multiplicador de diez veces -que creemos razonable para un negocio de construcción-, nos daría un precio por acción de entre €1,7 y €2,1 que -comparado con el precio actual de €1,07- equivale a un potencial de revalorización del 59% al 96%.

Dar por válidas las estimaciones de la empresa es muy discutible pues hasta ahora varios de los puntos de la presentación estratégica dónde se establecieron estos objetivos hace ahora dos años no se han cumplido. Especialmente en lo que se refiere a la generación de caja. Por tanto, pensamos que lo razonable es dar una valoración a la empresa inferior al rango €1,7-€2,1 aplicando un descuento por desconfianza en el cumplimiento del plan estratégico. Si el descuento fuera del 30%, entonces el rango de revalorización potencial de la acción se movería entre el 20% y el 60% a dos años vista.

Ahora bien, para financiarse en los mercados, OHL ha emitido dos series de bonos con vencimientos en marzo de 2022 y 2023, respectivamente. Las características de ambos son similares. Si analizamos el primero de ellos, ofrece un cupón anual del 4,75%. El importe en circulación es de €323 millones pues originalmente eran €400 millones, pero OHL recompró parte de la emisión. Cuando compramos este bono a

finales de 2019 cotizaba a un 67% del valor de la emisión. Así, en apenas dos años y medio -si la empresa no suspende pagos-, cobraremos el 100%, más tres cupones de 4,75% cada uno. Es decir, obtendremos una rentabilidad bruta del 71%, y una TAE del 24%. Según nuestros cálculos, explicados más arriba, esta rentabilidad es similar a la que la podrían darnos las acciones de OHL si se cumpliera al pie de la letra su plan estratégico (59%-96%) -lo que es improbable-, y superior a si el plan estratégico se cumple en parte (20%-60%), como vaticinamos.

En toda esta ecuación, debemos pensar además que la TAE histórica de la bolsa incluyendo dividendos ha rondado el 8% anual y el bono de OHL nos ofrece un 24%, siempre que no suspenda pagos. Esta fue la razón por la que incorporamos el bono a nuestra cartera de bolsa, porque su rentabilidad era muy alta y apta por tanto para un inversor de renta variable.

Si alguno de nuestros inversores ha leído esta carta desde el principio, nos podrá reprochar que todo esto está muy bien pero que el punto crítico para acertar en esta inversión es analizar los fundamentales de OHL para valorar si la empresa será capaz de hacer frente al pago de sus bonos sin presentar una suspensión de pagos. Y aceptamos esta enmienda a la totalidad: ¡Correcto! A continuación, al final de la carta hemos incorporado un Anexo, donde entramos más en profundidad a analizar los fundamentales de la compañía, desde la perspectiva de un acreedor.

Acabamos esta carta, agradeciéndoles como siempre su confianza al depositar sus ahorros con nosotros y esperando que el año que comienza esté lleno de sorpresas positivas para todos como inversores que somos, al igual que ustedes, de los vehículos gestionados por Buy & Hold.

Julián Pascual
Presidente

Rafael Valera
Consejero Delegado

Antonio Aspas
Consejero



ANEXO ANALIZANDO LOS FUNDAMENTALES DE OHL

En primer lugar, debemos tener en cuenta que la directiva actual es nueva. Y, por lo tanto, ajena a los problemas que han puesto a la empresa contra las cuerdas en el pasado. La empresa se orientó durante muchos años a la búsqueda de grandes contratos de construcción en países lejanos que posteriormente, cuando se ha avanzado en la ejecución, han resultado ser auténticos fracasos. A toro pasado, se ha visto que la gestión del riesgo y de la ejecución de la construcción internacional fue pésima y en vez de generar beneficios, ha resultado ser una fuente de pasivos, pérdidas y destrucción de caja. Hasta tal punto que si OHL no llega a vender su negocio de autopistas en México por casi €2.000 millones de euros en el 2018, seguramente hubiera entrado en suspensión de pagos. Después de esta venta y de haber afrontado todos los pasivos de sus contratos internacionales, OHL se encuentra hoy en día con una ligera deuda neta.

El actual consejero delegado, José Antonio Fernández, lleva un año y medio en el puesto y, en nuestra opinión, ha ido poniendo orden en el marasmo anterior. Ha llevado a cabo con éxito una fuerte reestructuración de la estructura central del grupo, reduciendo los costes fijos en casi €90 millones al año. Por otro lado, ha tenido el valor de ponerse serio y obtener un acuerdo por escrito para la devolución de los préstamos de los accionistas mayoritarios de OHL, la familia Villar Mir, lo cual no era fácil. Comparado con todos los cambios de gestión anteriores en la empresa, que la dejaron en un estado lamentable, la situación se ha ido estabilizando y las sorpresas negativas se han ido reduciendo, aunque aún no se han eliminado totalmente.

El negocio de construcción en el que se encuentra OHL nos resulta poco atractivo como accionistas, en la medida en que es extraordinariamente competitivo y esto muchas veces empuja a los gestores a asumir riesgos excesivos para asegurarse facturación futura. Las barreras de entrada son mínimas y la competencia en consecuencia es máxima. Por lo tanto, si la gestión de la empresa no es excelente y monitoriza muy de cerca los riesgos de construcción, es muy habitual encontrarnos con sorpresas negativas. Esto no sólo ha sido un problema de OHL, sino también de Técnicas Reunidas, Ferrovial, Duro Felguera, Isolux, Sacyr... Por esta razón, difícilmente invertiremos como accionistas en una empresa de este sector.

Sin embargo, si nos ponemos las gafas de acreedores, pensamos que OHL hará frente a sus obligaciones de dentro de dos años, incluso aunque no cumpla totalmente su plan estratégico y se encuentre en un sector difícil, por las siguientes razones:

- Los nuevos gestores han mostrado una voluntad de poner orden en el desastre anterior y por ahora lo están consiguiendo.
- OHL está implementando una estrategia más razonable y conservadora, orientándose hacia proyectos más pequeños, menos rentables, pero menos arriesgados.

- OHL ha sufrido una experiencia “cercana a la muerte”, y esto habitualmente ayuda a mejorar la cultura y a hacer cambios profundos en organizaciones.
- La situación financiera de la empresa actualmente es de ligera deuda neta, por lo que si no empeora a partir de ahora, puede hacer frente sin problemas al pago de la emisión de bonos con vencimiento en el 2022. Por otro lado, la dirección de la empresa espera que a partir del 2020 se generará caja en el negocio recurrente de construcción.
- Pensamos que los litigios pendientes por los antiguos proyectos de construcción de OHL reportarán de media un resultado positivo para OHL, es decir generarán caja en vez de drenarla. El fin del pleito del tren de Móstoles-Navalcarnero puede reportar una inyección de caja de alrededor de 120-200 millones que podría compensar otros pleitos en contra. Pensamos incluso que el fin del arbitraje referente al Hospital de Sidra en Qatar podría ser neutral para OHL en cuanto a caja se refiere.
- Por último, OHL cuenta con algunos activos que espera vender antes de marzo del 2022 y que mejorarían la solvencia de la compañía, como el 50% del complejo de Canalejas (€150-200 millones) o el proyecto de Old War Office de Londres (aunque en este caso la venta se retrasará) y podría recobrar al menos una parte del préstamo de €120 millones que le debe el grupo Villar Mir.

En el momento de publicar esta carta, han aparecido noticias en prensa indicando que inversores mexicanos están avanzando para entrar como accionistas de OHL mediante una ampliación de capital que mejoraría su solvencia, justo lo que buscamos como acreedores. El precio del bono en apenas una semana se ha movido de 70 a 80.