

## Newsletter Noviembre 2018

---

Estimado inversor,

En esta *Newsletter* queremos ofrecerles la información que nos gustaría recibir a nosotros, que también co-invertimos con Vds. en ambas estrategias, recordando también la base de nuestra filosofía y principios de inversión, que no es otra que la preservación del capital, hecho que no ha cambiado en estos 10 años. Esta información, que iremos detallando, es básicamente la actual composición de nuestra cartera de renta variable, causante de la detración de rentabilidad de estos meses, su potencial de revalorización y las razones por las que podemos afirmar que hacía tiempo que no teníamos una cartera que nos convenciera tanto a buenos precios.

Para muchos mirar a cinco años es origen de miedos, para otros son oportunidades.

Quizás tenemos que empezar a mirar al ciclo de la misma forma que los cursos para gestionar el miedo a volar: enfocando la realidad con racionalidad y evitando realizar predicciones.

A veces nos preguntan ¿es posible obtener rentabilidad positiva consistente a largo plazo sin predecir? y la consiguiente cuestión sería ¿cómo conseguir rentabilidades consistentes a largo plazo sin predecir?.

En Abaco Capital no tenemos una bola de cristal, únicamente constatamos que es muy complicado batir al mercado si buscamos hacer lo mismo, así que es necesario utilizar otros parámetros, en nuestro caso nos dedicamos a analizar las compañías, entenderlas, sólo comprarlas baratas y hacerlo con un horizonte temporal de largo plazo. No nos dedicamos a seguir el mercado.

Sabemos que vamos muy contra corriente. Creemos que los mercados son imposibles de predecir. Por lo cual no sabemos qué va a pasar en el corto y medio plazo. El mercado es a veces muy irracional en el corto plazo, pero suele producir buenas oportunidades para entrar en inversiones a largo plazo.

En el largo plazo el mercado reconoce el valor de las buenas empresas.

A cierre del mes de octubre, en Abaco Renta Fija Mixta Global perdemos en lo que va de año un -6,4%; sin embargo, desde el comienzo de esta estrategia que cumplió 10 años a finales de julio la rentabilidad acumulada está en +79,52% (anualizada +6,02%). En el fondo Abaco Global Value Opportunities el cierre de octubre nos deja en el año un -13,5%;

también llevamos gestionando esta estrategia 10 años cumplidos a finales del pasado septiembre con una rentabilidad acumulada de +128,20% (anualizada + 8,60%).

No sabemos cuándo ni por qué, pero sabemos que en los mercados periódicamente se producen periodos de pánico, con grandes caídas que presentan buenas oportunidades de inversión.

También sabemos que a pesar de estas fluctuaciones el mercado produce buenas rentabilidades a los inversores que se mantienen en él a lo largo de los ciclos económicos. El poder de componer el capital exponencialmente es muy potente a largo plazo.

Esta introducción es para muchos de ustedes un terreno conocido, ya que una gran mayoría llevan confiando en nuestro equipo de gestión desde los comienzos.

Hacemos aquí un paréntesis para agradecer su confianza en todos estos años, también en otros momentos de recortes con sus mercados cargados de emocionalidad, que se han visto recompensados por rentabilidades a largo plazo.

¿Por qué es tan difícil comprar cuando caen los precios si resulta tan lógico? la filosofía de inversión *value* supone ir contra corriente, contra el consenso de mercado. Resulta necesario repetirse una y otra vez los principios de inversión porque, lo que parece sencillo, es difícil de poner en práctica especialmente en ciclos alcistas largos, como el actual, y en bajadas de precios como las del pasado octubre.

En este último trimestre hemos escuchado y leído, como todos, noticias de distintas fuentes, por ejemplo:

- Sobre el cambio de ciclo como si nos estuviéramos acercando a un precipicio irracional, misterioso e impredecible.
- También experimentamos la realidad de una sobre-reacción en los mercados a las noticias; así, una empresa que anuncia una pequeña desviación en su predicción sobre sus beneficios empresariales futuros, recibe un fuerte castigo en el precio de sus acciones. En nuestra humilde opinión puede ser, entre otras razones, consecuencia de la popularización del trading algorítmico ya que no lo habíamos visto, de manera tan exagerada, en estos diez años de gestión.
- Al mismo tiempo en esta era digital percibimos un sesgo cortoplacista creciente en las noticias. A medida que el papel físico deja de ser un límite para escribir, o que ya no leemos un periódico sino extractos de multitud de prensa de distintas latitudes, los redactores de los medios y redes sociales están alineados con lo que podríamos denominar el "micro plazo". ...en lugar de visualizar las empresas en el medio, largo plazo (para nuestras carteras un mínimo de 3 años, idealmente 5

años). Cuando el inversor se deja llevar por el ritmo de noticias y comentarios diarios acaba por traicionar el principio de mirar a largo plazo y decide como Mr. Market. Leemos noticias curiosas en las que un gran titular que nos informa, por poner un ejemplo, que la nueva norma de emisiones hace caer la venta de coches un 6%, entre líneas nos explican que la caída es del mes de octubre, y en el cuerpo de la noticia nos informan que en realidad de enero a octubre han aumentado las matriculaciones en España creciendo un 10,1%, hasta registrar 1,13 millones de coches vendidos.

Lo que sí nos parece un hecho interesante es que el pasado mes de octubre observamos bajadas de precios de forma generalizada en los mercados norteamericanos y europeos. El índice S&P 500 cotizaba a unas 15,6 veces los beneficios de los próximos 12 meses, cifra bastante inferior a las 18,3 veces del año pasado, y por debajo de la media de 5 años de 16,5 veces de acuerdo con el estudio publicado de FactSet.<sup>i</sup>

## Nuestra cartera actual y su potencial

Para cada uno de los fondos hemos calculado el potencial actual de revalorización y su descuento, con la base del valor intrínseco de cada compañía en la que invertimos.

Estamos convencidos de que la actual cartera de ambos fondos es una cartera con buenas compañías y un gran descuento.

Abaco Renta Fija Mixta Global, a cierre de octubre está invertido en un 87% con una exposición a renta variable del 30%. Las diez principales posiciones suman aproximadamente el 40% del patrimonio del fondo.

Abaco Global Value Opportunities, fondo global con un compromiso de gestión de estar invertido en media 70-75% en renta variable, a cierre de octubre tiene una exposición a renta variable del 78,9% y está invertido en un 92%. A principios de año la exposición a renta variable neta era de 65,2%.

Hacemos aquí un inciso ya que la exposición a renta variable de este fondo en estos dos últimos años se ha mantenido por debajo del 60%. La razón del aumento de exposición es siempre la misma: bien por lo barato del mercado o por la abundancia de oportunidades que encontramos.

¿Cuáles son las empresas y negocios que componen nuestra cartera de renta variable?

De las 26 compañías que componen la renta variable de ambos fondos, las 15 primeras nos explican prácticamente el comportamiento ya que suponen el 99% de esta cartera.

Como participes del fondo tanto Vds. como nosotros somos accionistas de las mismas y en algunos casos también bonistas.

Son las siguientes:

**Teekay Corp.** Somos accionistas y bonistas de este proveedor internacional de transporte marítimo de petróleo y gas. En la última década han pasado de tener barcos petroleros en propiedad a expandirse en el sector de gas natural licuado (LNG), gas licuado de petróleo (LPG), almacenaje y transporte. Su mayor valor es ser la matriz de Teekay LNG. Estos últimos años han ido realizando numerosas inversiones y todas están ya entrando en funcionamiento a finales de este año. Una vez que entren en funcionamiento el FCF (flujo de caja libre) registrará aumentos del 40%. Y en menos de 24 meses va a repartir casi toda esa generación de caja en dividendo.

El mercado está penalizando a la compañía porque puede tardar de 12 a 24 meses en realizar las altas distribuciones de caja. A los precios actuales esta compañía tiene un porcentaje de revalorización medio del 250%.

**Fairfax Financial Holdings.** Llevamos siguiendo esta compañía desde nuestros inicios y en varias ocasiones hemos invertido, al acercarse su precio al valor intrínseco la vendemos; sin embargo, sigue componiendo al alza el valor en libras. Es una de las mejores aseguradoras del mundo por el ratio de beneficio obtenido de primas (*underwriting profit*). El gestor y principal accionista Prem Watsa ha compuesto el valor en libras de la compañía al 20% al año durante los últimos 20 años.

Actualmente cotiza por debajo de su valor en libras y siempre ha dado beneficios en su unidad de primas. Cotiza con un gran descuento, el motivo es la cantidad de caja que tiene en su cartera de inversión esperando a invertirla. En el mes de octubre tanto Fairfax como AIG han sido castigadas por las provisiones de los huracanes y tifones. A los precios actuales tiene un porcentaje de revalorización del 63,8%

**Lloyds Banking Group.** Es el banco más rentable, tremendamente saneado y el que mejor ratio de costes sobre ingresos tiene de toda Europa, con una cuota de mercado del 25%. Actualmente su precio está a valor en libras y ha confirmado que tiene una rentabilidad sobre el valor en libras del 14%, que fácilmente puede irse al 16% con una subida de tipos de interés en Reino Unido.

El motivo de su descuento proviene del castigo por Brexit. A los precios actuales tienen un potencial de revalorización de un 73%

**Aryzta AG.** Compañía internacional del sector de alimentación líder en el negocio industrial de congelados. Su principal valor son las economías de escala en fabricación y distribución así como los contratos de suministro que firma a largo plazo. Una vez realizada la ampliación de capital el pasado 1 de noviembre, por suma de partes obtenemos un valor de la acción de 3 francos suizos, es decir, a los precios actuales tiene un porcentaje de revalorización del 114%.

Adicionalmente con la reestructuración planeada a 18 meses se podría situar el valor en torno a 4 francos suizos, lo que significa un porcentaje de revalorización a los precios actuales del 220%.

**Gestamp.** Somos accionistas y bonistas de esta compañía familiar que es una historia de crecimiento. Son proveedor líder en estampación en caliente del sector de automoción. Cuentan con una cartera de pedidos en fuerte crecimiento. Este trimestre a diferencia de muchos de sus iguales no ha realizado *profit warning*<sup>ii</sup>. Han recibido el castigo del mercado a todo el sector autos, lo que le hace tener un descuento del 37-40% sin tener ningún problema operativo. El sector autos ha estado penalizado especialmente por la entrada en vigor de las certificaciones relativas a la nueva norma de emisiones en Europa y el anuncio de China de que a partir del próximo enero ofrecerá rebajas fiscales por la compra de coches. Ambos factores explican el lógico retraso de un trimestre de las decisiones de compras de coches. A los precios actuales el porcentaje de revalorización que tiene es de un 59%.

**Global Dominion.** Empresa controlada por accionistas de referencia, con un equipo gestor fabuloso y gran potencial de crecimiento, dedicada a servicios multi-tecnológicos y de soluciones de ingeniería especializada, son expertos en integración de pequeñas empresas y obtención de sinergias y economías de escala. La oportunidad de comprar en este caso proviene del *spinoff*<sup>iii</sup> que hizo CIE Automotive.

A los precios actuales el porcentaje de revalorización que tiene es de un 30%.

**CIE Automotive.** Compañía también controlada por accionistas de referencia. Es un proveedor de autopartes tipo "TIER2" en el sector de autos. Sus resultados reportados han sido excepcionales y sin embargo está siendo castigada por el ruido del conjunto del

mercado de coches. Se caracteriza por un alto nivel de diversificación a nivel geográfico y de cliente, y por componer valor para el accionista de manera histórica y estable.

A los precios actuales tiene un porcentaje de revalorización del 41,59%.

**International Seaways.** Empresa controlada por varios inversores *value* como Paulson que están en su Consejo. Básicamente es la empresa de petroleros con menos deuda, mejor capitalizada del sector. Este sector tuvo una fase muy deprimida el año pasado y se está dando la vuelta a un paso de normalizarse en 2019. En esta compañía hemos buscado comprar la empresa con el mejor equipo gestor, el mejor consejo y menos deuda. Aquí obtenemos una valoración por precio de liquidación de los barcos a precio actual en torno a 30 dólares por acción, y al normalizarse tendría que valer en torno a 35-40 dólares.

A los precios actuales tiene un porcentaje de revalorización del 91%

**Qualitas Controladora.** Aseguradora de coches de México que conocemos muy bien y ha estado en nuestra cartera en otras ocasiones. Ha crecido en torno al 15-16% y tiene un ROE del 30%. Está controlada por dos principales accionistas muy comprometidos en la gestión y grandes artífices de su más del 30% de cuota de mercado. Qualitas es una empresa en crecimiento que tiene un descuento fruto del castigo a emergentes y las elecciones presidenciales en México. A los precios actuales (6 veces los beneficios) tiene un porcentaje de revalorización del 50%.

**AIG.** Aseguradora liderada desde hace 18 meses por uno de los mejores equipos del sector, con Brian Duperreault a la cabeza, Brian realizó con éxito la restructuración de Marsh & McLennan y ACE y es un gran conocedor del sector seguros. Actualmente el precio está en 0,6 veces el valor en libros. Si consideramos que como mínimo debería de valer su valor en libros, tenemos un porcentaje de revalorización del 74%.

**Prosegur y Prosegur Cash.** Ambas compañías ofrecen descuento producido por el cambio en la contabilidad argentina. Tienen la posibilidad de recuperar sus márgenes a través de los precios por la inflación en los próximos tres trimestres. Adicionalmente, consecuencia también de la inflación argentina, tienen posibilidades de que el negocio crezca significativamente.

El porcentaje de revalorización es de 52% y 46% respectivamente.

**Antofagasta y Grupo México.** Ambas empresas son familiares con muy poco apalancamiento. Se sitúan en el primer cuartil de los costes más bajos de la industria. Su descuento proviene del ciclo deprimido del cobre que ya vemos que empieza a cambiar y su crecimiento podrá extenderse a los próximos 3-4 años.

El porcentaje de revalorización es de 54.32% y 112.63% respectivamente.

Esperamos que estas líneas hayan podido contribuir a explicar mejor el potencial de la cartera de ambos fondos, así como el trabajo que hacemos en Abaco Capital.

Nosotros seguimos con el mismo convencimiento de que nuestra filosofía y principios de inversión son las que obtienen los mejores resultados a largo plazo; al mismo tiempo, reconocemos que el *value* es fácil de explicar y complicado de llevar a la práctica cuando el corto plazo y la pantalla nos exigen en exceso.

Quedamos a su disposición para ampliar esta información o cualquier otra cuestión que les surja bien contactándonos por teléfono o correo electrónico, y estaremos también encantados de atenderles personalmente en nuestras oficinas.

Les saluda atentamente,

**Equipo de Abaco Capital**

**Contacto:**

Teléfono: 91 563 90 99

[www.abaco-capital.com](http://www.abaco-capital.com)

Nota legal

La comunicación donde consta la presente advertencia y la información contenida en ella, constituye una comunicación de Abaco Capital SGIIC S.A. con fines meramente informativos, a los efectos de las normas de conducta aplicables a los servicios de inversión en España, y es suministrada con fines meramente informativos a sus destinatarios. Para su preparación se han adoptado las medidas razonables para que la información contenida en esta comunicación resulte suficiente y se presente de forma comprensible para sus destinatarios o para los receptores probables de la información. Sin embargo, Abaco Capital SGIIC S.A. no asume responsabilidad en caso de que dicha información sea accesible a quienes no han sido considerados como receptores probables de la misma al tiempo de su preparación y difusión.

Abaco Capital SGIIC S.A. domiciliada en Madrid, Calle Claudio Coello 124, inscrita en la CNMV con el número 238, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 27294, libro 0, folio 181, hoja M-491790. Para cualquier información acerca de Abaco Capital podrá dirigirse a la dirección anterior o acceder al sitio web [www.abaco-capital.com](http://www.abaco-capital.com), donde encontrará información completa acerca de la entidad y servicios.

---

i

[https://www.factset.com/hubfs/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight\\_111618.pdf](https://www.factset.com/hubfs/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_111618.pdf).

ii *Profit warning* anuncio que realiza una empresa avisando que los resultados de la compañía serán menores que los resultados previstos en anteriores comunicaciones.

iii *Spin-off* operación empresarial por la que nace una compañía como extensión de otra mediante la separación de una división subsidiaria. Global Dominion era una filial de servicios tecnológicos de Cie Automotive. Esta última decidió salir del capital con el fin de facilitar el crecimiento de Global Dominion. Este proceso culminó el pasado mes de julio cuando Cie repartió el 50% de las acciones que poseía de Global Dominion entre sus accionistas.