

Carta a inversores octubre 2024

Estimados inversores,

Nos complace compartir con vosotros los avances y reflexiones más recientes sobre el desempeño de nuestros fondos de renta variable y renta fija.

Desde el comienzo de año las rentabilidades de los fondos han sido las siguientes: Abaco Global Value Opportunities +4.28%¹, Abaco Renta Fija Mixta +3.25%² y Abaco Renta Fija +4.03%³.

En renta variable, estamos viendo un año con un buen desempeño de la mayoría de los mercados, pero aún observamos grandes discrepancias en las valoraciones de compañías, en función de su tamaño (grandes vs pequeñas), exposición geográfica (Estados Unidos vs Resto del mundo) y también algunas infravaloraciones muy pronunciadas en compañías con algún componente más cíclico.

En renta fija, también está siendo un año positivo en general, con una continua disminución en los diferenciales de crédito, ya estabilizándose durante los últimos meses, y las tan esperadas bajadas de tipos de interés, así como una disminución de las rentabilidades de los bonos a medio y largo plazo, gracias a la continua disminución de la inflación.

Nuestro posicionamiento continúa siendo similar a lo que hemos comentado en cartas anteriores, con una cartera de renta variable que pensamos tiene uno de los mayores potenciales que hemos tenido en los últimos años y una cartera de renta fija con una duración ligeramente superior a los 12 meses y con una rentabilidad a vencimiento por encima del 5%.

En esta carta nos gustaría dejar un poco de lado los aspectos más técnicos de mercado, que hemos comentado en otras ocasiones y enfocarnos un poco más de cerca en algunos de los negocios que forman parte de nuestras carteras.

A lo largo de las últimas semanas, hemos mantenido reuniones presenciales con los equipos directivos de varias de las compañías en las que estamos invertidos. Estas reuniones nos han brindado una valiosa perspectiva sobre sus visiones estratégicas para los próximos años, así como un profundo análisis de sus modelos de negocio actuales, en los cuales mantienen una fuerte convicción, al igual que nosotros. Por lo que nos ha parecido muy interesante hacer un pequeño resumen de algunas de ellas y compartirlo en esta carta.

En estas conversaciones, las empresas han compartido no solo las estrategias que implementarán para potenciar su crecimiento, sino también las razones por las que consideran que el mercado no está valorando adecuadamente su potencial en bolsa. Creemos que estas discrepancias entre el valor intrínseco de las compañías y su precio actual representan interesantes oportunidades de inversión para nuestros partícipes. A continuación, presentamos algunos de los puntos clave que se discutieron durante estas reuniones.

1. Abaco Global Value Opportunities, clase I. ISIN: ES0140074008
2. Abaco Renta Fija Mixta Global, clase I. ISIN: ES0140072002
3. Abaco Renta Fija, clase R. ISIN: ES0124526015

Burford Capital y Litigation Capital Management

El primer punto que queremos destacar son las reuniones con **Christopher Bogart**, CEO de Burford Capital, y **Patrick Moloney**, CEO de Litigation Capital Management (LCM), dos empresas clave dentro del sector de financiación de litigios y con un peso importante dentro de nuestras carteras.

El sector de financiación de litigios se enmarca dentro de los activos alternativos, de manera similar a lo que observamos en el capital privado (Private Equity) o en el capital de riesgo (Venture Capital). Sin embargo, hay una diferencia clave: los "exits" o retornos no dependen de los ciclos económicos ni de que otro inversor pague más por la inversión, sino que están determinados por la resolución de un juez o por la consecución de un acuerdo entre las partes en conflicto. Esta característica otorga a las inversiones en litigios una descorrelación significativa respecto a otros tipos de activos, lo que las convierte en una opción atractiva para diversificación.

Sin embargo, esta descorrelación también trae consigo una variabilidad en las rentabilidades año tras año, ya que es complejo prever con exactitud cuándo se resolverán los casos. A pesar de esta incertidumbre, algunas de las compañías que operan en este sector, como Burford y LCM, pueden generar rendimientos notables, desvinculados de los movimientos del mercado tradicional. Aunque ambas operan en el mismo sector, sus enfoques estratégicos presentan diferencias significativas.

Burford Capital ha experimentado un crecimiento sostenido en los últimos años, consolidándose como líder mundial en el sector y ha optado por concentrar su estrategia de expansión invirtiendo principalmente a través de su propio balance. Esta decisión refleja una visión de crecimiento más controlado ya que se encuentra en una fase más cercana a la madurez, con un foco en consolidar su modelo y aprovechar las mejores oportunidades con un capital propio el cual le permite maximizar los beneficios generados.

Por el contrario, Litigation Capital Management se encuentra en una etapa de crecimiento y ha recurrido a la captación de fondos de terceros para acelerar su expansión y conseguir diluir los costes fijos al mismo tiempo que consigue una mayor diversificación en su portfolio. También tiene el objetivo de levantar un nuevo fondo durante el año que viene, con el que duplicará sus activos bajo gestión y está buscando nuevas oportunidades en el mercado americano.

Un aspecto clave a destacar de ambas compañías es que tanto Christopher Bogart en Burford Capital como Patrick Moloney en Litigation Capital Management no solo han sido los fundadores de sus respectivos negocios, sino que continúan siendo accionistas relevantes, con más de 15 años involucrados en el desarrollo y crecimiento de estas empresas. Su rol activo como accionistas y su visión a largo plazo refuerzan el compromiso y la confianza que tienen en el futuro de sus modelos de negocio. Ambos líderes han demostrado una capacidad constante para posicionar a sus compañías en todos los frentes, con el objetivo de aumentar sus ventajas competitivas y capturar las mejores oportunidades de crecimiento, maximizando los retornos sobre el capital invertido.

Esta involucración de ambos en el día a día es fundamental para tener éxito, sobre todo cuando las compañías se encuentran en una fase menos madura, como es el caso de LCM, ya que estos modelos, requieren no solo de un proceso de inversión y track record contrastado, sino de la

captación y retención de profesionales muy cualificados, los cuales es complicado involucrar en el proyecto, sin un reconocido nombre o una importante visibilidad de crecimiento.

A diferencia de lo que podríamos pensar en un principio sobre este negocio, los gestores más exitosos no han sido grandes abogados, sin experiencia en otros ámbitos, sino que por el contrario suelen tener un perfil más enfocado en la gestión de activos, control del riesgo y formación de carteras de inversión. Aunque el conocimiento de los sistemas legales de cada país es fundamental.

A pesar de sus enfoques distintos, ambos directivos manifestaron una firme convicción en la ventaja competitiva de sus respectivas compañías dentro de la industria, y coinciden en el significativo valor que pueden generar para sus accionistas en el medio plazo.

Ambos directivos están convencidos de que estos modelos les permitirá generar una rentabilidad compuesta de más del 15% sobre el valor en libros, subrayando su confianza en que el mercado eventualmente reconocerá la capacidad de crecimiento de sus modelos de negocio.

LSL Property Services

En nuestra reunión con **David Stewart**, CEO, y **Adam Castleton**, CFO de LSL Property Services, discutimos en profundidad las expectativas y estrategias de la compañía en cada uno de sus tres principales segmentos de negocio.

El primer segmento, valoraciones y tasaciones, donde son líderes con un 40% de cuota de mercado en Reino Unido, es el más estable de los tres y actúa como un sólido generador de caja para la compañía. Aquí, identifican grandes oportunidades de crecimiento, especialmente en el nicho de tasaciones para consumidores privados, un área que consideran poco explotada y con potencial significativo.

Durante el último año han renovado sus contratos con los principales bancos hipotecarios del país, a los cuales les prestan sus servicios, y han conseguido mejoras significativas en algunos de ellos. Además, llevan invirtiendo varios años en mejorar su capacidad tecnológica en este negocio y se ven muy bien posicionados de cara a los próximos años. Es un mercado bastante regulado por la importancia de la consistencia en este tipo de valoraciones.

En cuanto a la red de servicios financieros a brokers de hipotecas, David y Adam señalaron que ven una mayor capacidad de expansión en este segmento. Su modelo de negocio está más enfocado en proporcionar un servicio de alta calidad a los brokers y al cliente final, diferenciándose de su principal competidor, Mortgage Advice Bureau, que está más orientado al crecimiento de negocio mediante la venta cruzada de productos.

Esta diferenciación permite a LSL posicionarse con una propuesta más específica para el tipo de intermediario con el que trabaja y también tener una proposición de valor más sostenible a largo plazo debido a la mayor alienación de intereses con el intermediario y el cliente final.

Los beneficios para estos intermediarios de hipotecas son muy amplios, ya que les permite olvidarse de todo el aspecto regulatorio del negocio y de cumplimiento normativo, así como tener acceso a los mejores precios (ofertas) de cada uno de los bancos. Al negociar como una red mucho más grande, ganan poder de negociación.

El tercer segmento, la red de franquicias inmobiliarias, aunque es el más pequeño dentro de la estructura de la empresa, también presenta oportunidades interesantes de consolidación y crecimiento. Ven oportunidades para fortalecer algunas de sus marcas y aprovechar el dinamismo del mercado inmobiliario.

Por último, discutimos la evolución del mercado hipotecario en el Reino Unido, que ha enfrentado ciertos desafíos debido al entorno económico actual y al aumento de los tipos de interés. Sin embargo, la demanda subyacente de vivienda se mantiene fuerte, lo que respalda la actividad tanto en el segmento de intermediación hipotecaria como en el de tasaciones a medio y largo plazo. Aunque la volatilidad puede influir a corto plazo, LSL confía en su capacidad para adaptarse y continuar generando valor en un entorno de mercado en transformación. Se mantienen prudentes en el corto plazo, pero son más optimistas en cuanto a la recuperación durante los próximos años.

La compañía mantiene una estructura de capital muy saludable, con caja neta, sin deuda y con una gran capacidad de generar caja, incluso en este entorno tan poco favorable. Esta generación de caja la utilizan para adquirir otras compañías que operan en sus mercados, crecer orgánicamente y también distribuirla entre sus accionistas en forma de dividendos y recompras de acciones.

Simon Embley, directivo que comenzó LSL hace más de 20 años, continúa siendo uno de los principales accionistas de la compañía, sin embargo, durante los últimos años está más enfocado en gestionar Pivotal Growth, la sociedad que LSL tiene al 49% con Pollen Street y la cual quieren escalar hasta convertirla en la plataforma principal de brokers de hipotecas del país. Esta inversión de LSL, es posible que la terminen vendiendo durante los próximos años, una vez hayan conseguido las sinergias previstas en estos negocios.

David y Adam, también representan un buen ejemplo del tipo de equipo gestor con el que nos gusta invertir, siendo grandes conocedores de las industrias en las que operan, teniendo un enfoque del negocio a medio y largo plazo y con unos incentivos muy alineados con la creación de valor para los accionistas.

Tortilla Mexican Grill y Cake Box

En nuestra reunión con **Andy Naylor**, CEO y **Maria Denny**, CFO de Tortilla Mexican Grill, discutimos las perspectivas de crecimiento de la compañía en el sector de comida rápida en el Reino Unido. Ambos directivos coincidieron en que la demanda por opciones de comida rápida sigue siendo fuerte, especialmente en un mercado que valora cada vez más la calidad y la frescura de los productos. Tortilla se posiciona ofreciendo una propuesta de valor centrada en ingredientes frescos y de alta calidad a precios competitivos, lo que consideran un diferenciador clave frente a otros actores del sector. Están convencidos de que este enfoque les permitirá seguir capturando cuota de mercado y expandirse tanto en ubicaciones nuevas como dentro de su actual red de tiendas.

A pesar de ser un mercado muy competitivo, la compañía ha logrado alcanzar una escala significativa dentro del país, ser cada vez más reconocida por el consumidor final y ofrecer una

alternativa más saludable que las hamburguesas o pollo frito de otras cadenas. El equivalente en España es “Tierra Burritos”, y aunque tras probar los productos en diferentes tiendas, nos quedamos con los de Madrid, pensamos que la compañía ofrece una buena alternativa al resto de opciones que hay en el mercado británico.

También discutimos con ellos la nueva estrategia de delivery y presencia en número reducido de plataformas, para así aumentar la rentabilidad que obtienen mediante este canal de venta a pesar de la disminución en volúmenes.

Por último, la compañía se muestra prudentemente optimista con la adquisición de Fresh Burritos, líder en este segmento del mercado en Francia, con 13 restaurantes propios y 18 franquiciados. Ya han comenzado a reconvertir a restaurantes de Tortilla, así como invertir en la nueva planta de procesado de alimentos en Lille, con la cual conseguirán aumentar de forma muy significativa la calidad de sus productos en este país.

Asimismo, nos reunimos con **Sukh Chamdal**, CEO y fundador de Cake Box, quien compartió su visión de la compañía: su enfoque en la oferta de pasteles sin huevo, una propuesta única que ha sonado bien en diversos segmentos de consumidores. Chamdal explicó que, de cara a los próximos años, esperan casi duplicar su red de tiendas en todo el Reino Unido, aprovechando la creciente demanda de sus productos. Además, están explorando oportunidades de expansión internacional, lo que podría abrir nuevas vías de crecimiento para la compañía en mercados fuera del Reino Unido.

Enfocándose en este nuevo concepto que al principio fue muy exitoso entre algunos segmentos de la población (vegetarianos y población asiática) han conseguido formar un sistema de franquicias por todo el país con más de 225 tiendas en los últimos 17 años. La propuesta a los franquiciados es muy atractiva y la simplicidad del proceso de elaboración, junto con todas las facilidades y formación que la propia compañía brinda a estos nuevos empresarios, les permite mantener una gran calidad y consistencia en sus productos. Las franquicias de media son capaces de recuperar la inversión realizada entre 2-3 años después de la inversión.

Son tartas con una crema fresca, la cual rara vez se encuentra en supermercados ya que es un producto que se pone malo al poco tiempo de ser preparado y es complicado de conservar con las mismas características. El resto de las cadenas que le han intentado copiar durante los últimos años han tenido que cerrar una parte importante de sus tiendas, ya que carecen de la escala que Cake Box ha conseguido.

Esta escala actual le ha permitido tener acceso a una materia prima de mayor calidad y mejor precio de productores españoles, los cuales venden de forma exclusiva a la compañía.

La compañía recibió una oferta de compra al precio actual, por su cuarto mayor accionista, un fondo australiano también dueño de “The Cheesecake Shop” en Australia. Chamdal nos aseguró que sigue comprometido con el negocio que tienen oportunidades de expansión fuera del país, pero que si alguien viene con una oferta que valore de forma razonable el negocio estaría dispuesto a vender, pero que ese precio debería ser muy superior al precio actual de cotización.

La compañía tiene un balance muy saneado, con caja neta, y como todas las nuevas aperturas que lleva a cabo son mediante franquiciados requiere muy poco capital para crecer, salvo ir expandiendo la red de transporte y aumentar la capacidad en las cocinas centrales.

Estas dos últimas compañías representan una proporción menor dentro de nuestras carteras, pero pensamos que son historias de crecimiento que están cotizando con un descuento muy significativo a su valor intrínseco, que a pesar de la competencia tan fuerte que hay en el mercado de tiendas y restaurantes, han conseguido hacerse con una posición líder en sus nichos, que tienen un producto de gran calidad y sobre todo unos equipos directivos que son plenamente conocedores de los riesgos y oportunidades y están completamente enfocados en maximizar el valor de estos negocios.

Este tipo de reuniones son una parte fundamental de nuestro proceso de inversión que hacemos de forma rutinaria, no solo con las nuevas inversiones que analizamos, sino con las ya existentes en cartera. Creemos que es una buena forma de entender mejor los negocios, ver el grado de involucración que tienen los equipos directivos, que piensan sobre sus competidores (en algunos casos como hemos visto también forman parte de nuestras carteras) y entender de primera mano los riesgos y oportunidades de cada uno de ellos.

Nos ha parecido interesante contaros algunos detalles de las reuniones con equipos que hemos tenido recientemente. Normalmente este tipo de reuniones las tenemos con todos los equipos gestores de las compañías en cartera al menos una vez al año, para poder monitorizar y ver todos los cambios y dinámicas de los mercados en los que estos negocios operan, así como las decisiones estratégicas y posicionamiento por el que optan cada uno de los equipos y estar continuamente evaluando que todas las compañías en los fondos representan buenas oportunidades tanto en renta variable como en renta fija.

Para aquellos inversores pacientes y con un horizonte de inversión de al menos entre 3 y 5 años, creemos que la cartera de renta variable tiene un gran potencial de revalorización, que las compañías cotizan con un descuento medio superior al 50% en este momento y que todas ellas tienen planes de crecimiento y estrategias bien definidas para los próximos años, que de ejecutarse de forma eficiente (como históricamente lo han conseguido) es muy posible que permitan aflorar su valor en el mercado.

En renta fija continuamos teniendo una cartera una duración ligeramente superior a 12 meses, con una rentabilidad a vencimiento del 5% y con un conjunto de emisiones muy bien respaldadas por activos y la capacidad de generación de caja de las propias compañías.

Como siempre quedamos a su disposición y les agradecemos la confianza depositada en nosotros.

El Equipo de Abaco Capital