

Estimado inversor,

Los dos últimos años han sido duros para nosotros y para nuestros inversores. Los resultados todavía no responden a la convicción y potencial que tenemos en nuestras carteras.

Situación actual

Estamos en un momento en el que compañías que pueden parecer predecibles y con poco riesgo están cotizando muy por encima de su valor, ya que el mercado está dispuesto a pagar una alta prima por esa “estabilidad de beneficios” lo que lleva a unas valoraciones excesivas de estos activos. En este grupo de compañías nos encontramos sobre todo con el sector servicios o empresas tecnológicas, que los ahorradores están asociando a crecimientos y beneficios estables. Por este motivo, están pagando múltiplos tan elevados que el margen de seguridad que queda es reducido o nulo. Definitivamente el hecho de pagar las empresas a precios tan caros las convierte en malas ideas de inversión.

Por el contrario, hay compañías de gran calidad que cotizan con gran descuento por el simple hecho de pertenecer a sectores menos de moda. Y con esto nos referimos a sectores industriales, cíclicos o con exposición a emergentes que tienen más potencial de crecimiento a largo plazo. Esta penalización está afectando no sólo a compañías mediocres, sino también a compañías de primer nivel. Se trata de empresas líderes, de gran calidad, que incluso en momentos de desaceleración, en los que sus competidores se ven afectados, siguen generando beneficios crecientes y se superan año a año. Resulta paradójico ver empresas que reportan resultados excelentes, generan gran cantidad de caja y una rentabilidad sobre el capital empleado excepcional además de crecer, y continúan cotizando a precios ridículos.

Los últimos meses hemos vivido gran volatilidad y nerviosismo, las variaciones en las cotizaciones en acciones y bonos son realmente agresivas, llegando a subidas/bajadas de hasta el 60% en el día. (A veces la subida o bajada en la cotización es incluso contraria a los resultados que reporta la empresa). Pero la pregunta es ¿cambia tanto el valor de una compañía en tan solo unas horas?

Oportunidad

El valor de estas empresas extraordinarias no cambia en un día sino que crece con el tiempo. La volatilidad nos ha permitido encontrar las compañías excelentes de las que hablamos, líderes en los sectores por los que los mercados hoy no están dispuestos a pagar, y las estamos encontrando con descuentos que no habíamos visto hasta ahora.

Estamos plenamente convencidos de que la actual cartera es la mejor que hemos tenido en la historia de nuestros fondos. El potencial de revalorización que hemos alcanzado, gracias a la volatilidad y el miedo que existe a las circunstancias macro, es de más del 100% en la parte de renta variable y un 7% de *yield*¹ en renta fija.

Quizás podría parecer que este potencial de revalorización lleva asociado mucho riesgo y lo cierto es que nada más lejos de la realidad, por dos principales motivos:

- Tenemos una cartera descorrelacionada: con esto queremos decir que aunque hemos encontrado grandes oportunidades en sectores que no están de moda, se trata de compañías que no forman parte del mismo sector o que los motivos por los que no están de moda son diferentes. Así, tenemos principales posiciones con exposición global a autos, con empresas líderes como Gestamp o Cie, que no guardan ninguna relación con Fairfax por ejemplo, otra de nuestras principales posiciones, aseguradora canadiense que tiene gran presencia en India. Estas tres a su vez no tienen relación entre ellas, ni tampoco con Lloyds, banco inglés con un 30% de cuota de mercado en Reino Unido que consideramos de los mejores a nivel europeo. Todas ellas no tienen correlación alguna con ABInbev que tiene 30% de cuota de mercado mundial de cerveza. Con esto queremos explicar, que nuestra cartera, está diversificada tanto en sectores, como en tipo de negocio como geográficamente y controlamos con ello el riesgo.
- La calidad de las empresas en las que invertimos: se trata de empresas extraordinarias, líderes de los mercados en los que operan, con equipos gestores excepcionales y un historial de creación de valor en el tiempo muy reconocido.
- Sometemos todas nuestras valoraciones a escenarios pesimistas y obtenemos en ellos descuento: somos conservadores y disciplinados en nuestras valoraciones y siempre tenemos en cuenta el “peor caso” pero no por eso nos dejamos llevar por el “sentimiento” del mercado ni por sus movimientos irracionales. Sabemos cuánto podría valer la compañía en el peor de los casos y que el precio cuando compramos está por debajo de ese valor, porque el mercado es tan volátil y sobrerreacciona de tal manera que ya ha descontado esa situación extrema, aunque la probabilidad de que ese escenario ocurra sea mínima.

¹ Yield rentabilidad a vencimiento

Compañías renta variable

Algunos ejemplos de estas compañías, con posiciones líderes a nivel mundial, generadoras de caja, resultados excelentes que mejoran cada año, retornos sobre el capital extraordinarios y con accionistas mayoritarios de referencia son las siguientes:



PROSEGUR CASH

Se trata de una compañía líder a nivel mundial, con posición número uno en 14 de los 20 países en los que opera, y posición número dos a nivel global. Tiene una cuota de mercado del 14% a nivel internacional.

Crece muy por encima del mercado (las ventas se han multiplicado por cuatro en los últimos 7 años). Es una gran generadora de caja, con retornos sobre el capital de media superiores al 60%.

Es una empresa que se ha visto muy penalizada por tener parte de su negocio en países emergentes, hecho que nosotros vemos como una oportunidad, puesto que es donde mejor funciona el negocio de transporte y gestión de efectivo, ya que los tipos de interés son tan elevados que nadie quiere tener el dinero parado y la compañía genera mucho valor para el accionista en estos países, aunque la devaluación de las monedas genere cierta volatilidad y nerviosismo en el corto plazo.

El 72% de Prosegur Cash pertenece a Prosegur Holding controlada por una familia con un excelente *track record*, hecho que también consideramos de gran relevancia a la hora de invertir.

Para nosotros se trata de una compañía de gran calidad, con posición líder, ventajas competitivas de escala y barreras de entrada que valoramos con un gran potencial de revalorización.

FAIRFAX FINANCIAL HOLDINGS

Fairfax es una aseguradora canadiense con más de 30 años de historia. Ha compuesto el valor en libros por acción con un crecimiento anual compuesto del 18,7% desde el año 1985 hasta el año 2018. Su negocio asegurador es de gran calidad teniendo de media un ratio combinado del 98.5% en los últimos 18 años y en la parte de las inversiones la aseguradora ha obtenido una rentabilidad histórica media del 8% anual.



Su Presidente y CEO, Prem Watsa es el principal accionista de la compañía y tiene como objetivo generar una rentabilidad anual del 15% para el accionista en el largo plazo, sin tener en cuenta los resultados en el corto plazo ni los resultados trimestrales. Fairfax

tiene gran participación en compañías infravaloradas que fueron compradas en momentos de nerviosismo y pesimismo de los mercados, que han duplicado ya su valor, en países como India, donde el gestor nació y que conoce a la perfección.



AB INBEV

Es la mayor compañía cervecera del mundo, en la actualidad tiene el 30% del mercado mundial de cervezas y tiene presencia en todas las geografías. Su portfolio cuenta con más de 500 marcas, y entre ellas 8 de las 10 líderes a nivel mundial. Los márgenes de la compañía han sido históricamente y se mantienen muy por encima de sus competidores. La compañía tiene un alto potencial de crecimiento derivado de su posicionamiento en países emergentes en los que el consumo de cerveza sigue creciendo. Es un sector con muchas barreras de entrada derivadas de la regulación, la distribución, las economías de escala el reconocimiento de marca y la publicidad.

El equipo gestor fue elegido por uno de los principales accionistas, el conocido grupo 3G, que cuenta con un *track record* intachable, tanto por su capacidad de hacer adquisiciones de compañías que crean valor para el accionista como por su enfoque en el crecimiento orgánico.

Esta compañía líder en el sector se caracteriza por su enorme capacidad de generar caja, y está cotizando muy por debajo de su valor.

En cuanto a la cartera de renta fija

Contamos con una rentabilidad media a vencimiento del 7%. Todas las empresas en las que estamos invertidos, tienen activos que cubren en más de 2,5 veces la deuda, además de generar beneficios cada año. Al igual que en la parte de renta variable, se trata de compañías que conocemos bien y cuyos activos hemos valorado y estudiado en profundidad, como Gestamp o Kraft Heinz, líderes en su sector y con fuertes ventajas competitivas. Cuentan con la liquidez suficiente para hacer frente a sus vencimientos, ya sea porque generan mucha caja o porque sus activos y las participaciones en las subsidiarias son realmente líquidos. Los vencimientos son cortos, con duraciones inferiores a tres años en su mayoría. A continuación hablamos de algunos de los bonos con los que contamos:

TEEKAY CORP



Bono de 125 millones de dólares, con vencimiento en 2023. Esta compañía de transporte marítimo es una sociedad holding con un 32% de Teekay LNG (compañía de transporte de gas natural licuado), 29% de Teekay Tankers (subsidiaria que se dedica al transporte de crudo y derivados) y tres buques de transporte y almacenamiento de petróleo valorados en 120 millones de dólares. El *yield* de este bono es de más del 10%, y creemos que sólo la cotización actual de la subsidiaria de gas natural licuado cubriría la totalidad de la deuda de Teekay Corporation (aunque esta subsidiaria de gas natural esté según nuestras valoraciones un 50% por debajo de su valor real).



ICAHN ENTERPRISES

Se trata de un bono con vencimiento en 2022, en dólares. Carl Icahn es considerado uno de los mejores empresarios e inversores a nivel mundial, basando su estrategia en la toma de control de las compañías en las que invierte para incrementar el valor de las mismas. Con un track record impecable, su empresa Icahn Enterprises capitaliza 13 mil millones de dólares. Los activos cubren en algo más de 4,5 veces la deuda y esta está tan bien estructurada que si se cerraran los mercados, la caja que produce la empresa sería suficiente para recomprar año a año los bonos que llegan a vencimiento. El *yield* actual de este bono es del 5,1%.

THYSSENKRUPP



Se trata de un bono con vencimiento en 2024 en euros. Es una compañía alemana cuyas cinco divisiones principales de negocio son ascensores y elevadores, componentes metálicos, soluciones industriales, materiales para la industria de la construcción y acero. La compañía anunció su estrategia de sacar a bolsa parte del negocio de ascensores. Valorando este negocio, con múltiplos bastante inferiores a los de competidores como KONE y Schindler, obtenemos que solo el negocio de ascensores cubre la totalidad de la deuda de la compañía. El *yield* actual del bono es del 2%. Cuando lo compramos el *yield* era del 3%, y ha tenido muy buen comportamiento desde entonces. Lo cierto es que pensamos que se trata de una buena posición para mantener en la cartera, ya que la rentabilidad del bono alemán a 10 años es negativa y por tanto existe un gran diferencial con nuestro bono, ampliamente cubierto por los activos de la compañía.

Estos son algunos de los ejemplos de las posiciones en nuestras carteras. Gracias a los momentos de volatilidad y nerviosismo de los últimos años hemos podido incluir en nuestras carteras empresas cuya calidad y potencial de revalorización nos da la plena convicción de que el tiempo y los resultados nos darán la razón.

Esperamos que estas líneas contribuyan a entender mejor el potencial y la seguridad de la cartera de ambos fondos, así como el trabajo que hacemos en Abaco Capital.

Quedamos a su disposición para ampliar esta información o cualquier otra cuestión que les surja.

El Equipo de Abaco Capital

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, donde encontrará información completa acerca de la entidad y servicios.