

Informe de Avantage Fund

Resultados

En el primer semestre de 2015 el fondo se ha revalorizado un 9,32% y acumula una plusvalía del 12,02% en 11 meses (constituido el 31/07/14). El nivel de inversión neta en renta variable se ha mantenido estable en torno al 70% y la volatilidad ha sido inferior a la mitad de la de los índices Ibex 35 y Euro Stoxx 50.

	Rentabilidad		Volatilidad	
	1er semestre 2015	Acumulada	1er semestre 2015	Acumulada
Avantage Fund	9,32%	12,02%	9,4%	9,2%
Ibex 35	4,77%	0,58%	19,9%	20,6%
Euro Stoxx 50	8,83%	9,91%	20,4%	20,4%
Ibex 35 + dividendos	6,46%	3,46%	19,8%	20,6%
Euro Stoxx 50 + dividendos	10,95%	12,63%	20,4%	20,3%

Avantage Fund se revaloriza tanto por el incremento de precio de los activos en los que invierte como por los dividendos o intereses que cobra por las inversiones realizadas. Por este motivo, además de compararlo con el comportamiento de los índices en los períodos indicados, detallamos el rendimiento de los mismos incluyendo el efecto de los dividendos netos de impuestos.

Entorno macroeconómico

El primer semestre de 2015 será recordado por dos hechos principales.

El primero es por el comienzo de las compras de activos (*Quantitative Easing*) por parte de Banco Central Europeo. Mario Dragui anunció en enero la compra de 60.000 millones de euros mensuales en bonos para evitar riesgos deflacionistas e impulsar el crecimiento económico de la eurozona. En marzo comenzaron las compras. El resultado por ahora ha sido muy satisfactorio porque ha eliminado las expectativas de deflación, ha depreciado el euro aumentando la competitividad de la unión monetaria y ha impulsado el crecimiento económico. Fruto de ello, tanto las bolsas como los bonos tuvieron un excelente comportamiento en el primer trimestre del año.

El segundo, han sido las negociaciones de la Troika (Comisión Europea, FMI y BCE) con Grecia. A medida que nos hemos acercado a los vencimientos de la deuda griega ha ido aumentando la volatilidad. Los rumores de acuerdo o desacuerdo han provocado bruscos movimientos en los mercados. Las bolsas cerraron el segundo trimestre a la baja debido a las malas noticias provenientes de Grecia. En los últimos días de junio el primer ministro griego convocó un referéndum sobre la aceptación de la oferta de la Troika, se ordenó el cierre de los bancos, se impusieron controles de capitales (corralito) y se dejó de pagar un vencimiento de deuda al FMI.

Primer semestre de 2015

Estructura de cartera

La estructura general de la cartera se ha mantenido estable durante el semestre y sin variaciones significativas respecto a 2014.

La exposición neta del fondo en renta variable ha rondado el 70% del patrimonio. No obstante, debido a los bajísimos rendimientos absolutos de la renta fija pública y privada, se continúa con la estrategia de no invertir en bonos e incrementar el importe invertido en renta variable hasta el entorno del 90%. Para compensar ese incremento de riesgo, se ha mantenido una cobertura próxima al 20% del patrimonio con la venta de futuros del Ibex 35 y del Euro Stoxx 50 con el fin de reducir la exposición a bolsa hasta el nivel deseado (70%).

Por otro lado, el fondo ha mantenido vendidos futuros del bono alemán a 10 años por importe algo inferior al 20% del patrimonio. El rendimiento actual de esos bonos, cercanos al 0,8% a 30 de junio, entendemos que no refleja correctamente los riesgos de subidas de tipos de interés. La mejoría de las expectativas de crecimiento e inflación debería presionar al alza los tipos de interés a largo plazo. Se trata de una posición relativamente pequeña comparada con la volatilidad del fondo que a largo plazo debería contribuir positivamente al rendimiento de la cartera. Durante el semestre esta estrategia ha aportado un rendimiento positivo al fondo. Los tipos a 10 años alemanes han subido desde el 0,50% a final de 2014 hasta el 0,80% a 30 de junio. Se mantiene la estrategia porque es muy posible el rendimiento de los bonos europeos a largo plazo continúe subiendo sustentado por el inicio de subidas de tipos de la Reserva Federal.

La selección de las inversiones se realiza en función del análisis de tres requisitos: i) fuerte compromiso de la dirección con los inversores, ii) un modelo de negocio sólido que le permita competir en situación de ventaja respecto a sus competidores y iii) una valoración en bolsa atractiva comparada con su capacidad para genera resultados. Del total invertido en acciones, el 53,3% corresponde a empresas españolas, el 13% está invertido en Estados Unidos, el 6% en Irlanda, el 5% en Suiza, el 4,7% en Alemania, el 4,5% en Portugal, el 2,7% en Italia, el 2,1% en Francia, el 1,6% en Austria, el 1,5% en Dinamarca, el 1,4% en Reino Unido, el 0,8 en Australia y el 3,4% en países emergentes.

Desde el punto de vista del tamaño de las empresas, el 58,7% del patrimonio del fondo está invertido en compañías con una capitalización inferior a 10.000 millones de euros. El comportamiento de los consumidores está cambiando radicalmente en muchos sectores debido a la actual revolución tecnológica. En este sentido, pensamos que las compañías que más fácilmente pueden aprovechar estos cambios son las de menor tamaño, las más flexibles y aquellas en las que la dirección esté más comprometida con el capital.

Recordamos que la estructura de la cartera no es algo que se modifique habitualmente. Solamente se haría si se producen variaciones significativas en la cotización general de los activos, una alteración coyuntural o estructural que afecte al ciclo económico o cambios políticos que puedan dañar severamente la confianza de los inversores en una región o Estado. En tales casos, primero se realizarían las operaciones en el fondo y en segundo lugar se enviaría un informe especial detallado los cambios realizados y los motivos de los mismos a los inversores que reciben periódicamente las fichas e informes de gestión.

Cartera Española

A continuación se detallan las inversiones en activos españoles a 30 de junio. El porcentaje es el peso de la valoración de cada uno de los títulos sobre el patrimonio del fondo.

Valor	Peso %
BME	3,66%
EBRO FOODS	3,50%
PROSEGUR	3,41%
PRIM	3,37%
INDITEX	3,36%
GRIFOLS	3,33%
C. BAVIERA	3,18%
INDRA	2,66%
RENTA 4 BANCO	2,55%
BANKINTER	1,91%
CF ALBA	1,91%
ACERINOX	1,54%
CIE AUTOMOTIVE	1,47%
ABERTIS	1,40%
VIDRALA	1,40%
VISCOFAN	1,25%
IBERDROLA	1,22%
CATALANA OCCIDENTE	1,21%
FLUIDRA	1,19%
MIQUEL Y COSTAS	1,09%
ACS	1,04%
BARÓN DE LEY	1,02%
IBERPAPEL	1,01%
TELEFONICA	0,61%

Durante el semestre se ha vendido íntegramente la inversión en **Imaginarium**. Detallamos los motivos de la compra de acciones de esta compañía en 2014 y de su venta durante los primeros meses de 2015. Se invirtió porque cumplía satisfactoriamente con los tres requisitos de inversión.

- 1) Compromiso. Es una compañía fundada, dirigida y cuyo principal accionista es Felix Tena. En 2009 salió a bolsa mediante una OPS (ampliación de capital) para expandir su modelo de negocio internacionalmente.
- 2) Solidez modelo de negocio. La imagen de marca es muy fuerte. Vende “experiencia de compra” y no solo juguetes. Tiene un posicionamiento único frente a competidores que le permite vender productos de calidad con elevados márgenes.

Primer semestre de 2015

- 3) Valoración. Cuando salió a bolsa era una compañía en beneficios. Con la apertura de tiendas en el extranjero pasó a facturar más pero el resultado neto se fue a números rojos. La cotización en la segunda mitad de 2014 rondó los 1,3 euros por acción, frente a los 4,31 euros a los que salió en 2009.

En resumen, había un modelo de negocio que estaba funcionando bien, pero tenía un grave problema de costes. No obstante, entendimos que esa situación se daría la vuelta por tres motivos: 1º) estaba dirigida por el accionista principal y podía reestructurar la sociedad, 2º) la evolución razonable de sus principales costes (salarios, alquileres y costes financieros) era claramente a baja y 3º) las ventas tendrían que notar la recuperación económica de España y otros países de su entorno.

En diciembre de 2014 Imaginarium realizó una ampliación de capital para cubrir las pérdidas del ejercicio. Felix Tena se comprometía a garantizar la ampliación suscribiendo él mismo al precio de la ampliación (1,09 euros) los títulos que no fueran suscritos por el resto de accionistas. Hasta ahí todo iba bien.

Sin embargo, revisando las operaciones vinculadas, en una segunda lectura del documento de la ampliación, pudimos ver que Felix Tena acababa de vender tres edificios de su propiedad que tenía alquilados a Imaginarium a la Socimi Merlin Properties. El precio que cobró Felix Tena de Merlin dependía del precio y del plazo del alquiler que se comprometía a pagar y a permanecer en él Imaginarium. El coste anual del alquiler es muy relevante (superior al 20% del EBITDA) y el plazo de 22 años.

Por otro lado, poco después y con el pretexto de la crisis rusa, país donde la compañía había abierto recientemente varias tiendas, Imaginarium permite a los accionistas revocar sus órdenes de suscripción de la ampliación. De esta forma, Felix Tena pudo echar atrás también su aseguramiento a la ampliación y suscribir un préstamo capitalizable con altos intereses.

Tanto el precio del alquiler como los intereses del préstamo capitalizable son fórmulas para sacar recursos de la compañía mejores que los dividendos para el accionista principal. No hay que pagar impuestos de sociedades ni compartir los resultados con los accionistas minoritarios. Estas dos operaciones hicieron que perdiésemos la confianza en la persona que dirige Imaginarium y hacen que esta compañía no pueda estar en cartera porque incumple con el primero de los requisitos: compromiso de la dirección con los inversores. Durante el primer trimestre de 2015 se vendieron todas las acciones a un precio medio de 1,08 euros por acción.

Para que Avantage Fund pueda invertir en **Renta 4 banco** hemos tenido que realizar dos escritos dirigidos al órgano de vigilancia de Renta 4 banco solicitando su autorización, uno en octubre 2014 con precio máximo 5,35 euros y otro en enero de 2016 con precio máximo 6 euros. Queremos aclarar que la iniciativa y la decisión de invertir en estos títulos proviene de Avantage Capital EAFI, independiente a Renta 4 banco. Explicamos brevemente por qué cumple con los tres requisitos de inversión:

- 1) Compromiso. Juan Carlos Ureta dirige y es el principal accionista del banco.

Primer semestre de 2015

- 2) Solidez del modelo de negocio. Es una entidad especializada en inversiones financieras que se ha convertido en banco para facilitar la operativa de sus clientes. Como colaboradores externos vemos que la estrategia que sigue tiene mucho sentido para ellos y para sus clientes. En nuestra opinión, es la entidad financiera española que está en mejores condiciones para crecer rentablemente.
- 3) El precio de cotización es razonable para los beneficios actuales, sin embargo es muy bajo si se tiene en cuenta su potencial de crecimiento a medio plazo.

La inversión en **Telefónica** es la única que no cumple los tres requisitos de inversión. Está en cartera para disminuir la posición corta en el valor. Los futuros vendidos de Ibex 35 y Euro Stoxx 50 generan un exposición del -1,3% en Telefónica. Con la inversión del 0,6% en acciones, se reduce la posición vendida al -0,7% del patrimonio.

Cartera Internacional

A continuación se detallan las inversiones en activos extranjeros a 30 de junio. El porcentaje es el peso de la valoración de cada uno de los títulos sobre el patrimonio del fondo.

Valor	Peso %
SONAE	3,39%
RYANAIR	3,07%
SCHINDLER HOLDING	2,54%
SNAM SPA	2,46%
KINGSPAN GROUP PLC	2,37%
IBM	2,31%
SPDR S&P MIDCAP 400	2,26%
DEUTSCHE BOERSE	2,25%
VANGUARD FTSE EM	2,12%
BMW AG	1,98%
ISHARES CORE S&P MID-CAP	1,98%
NESTLE SA-REG	1,96%
COCA COLA CO	1,83%
LVMH	1,81%
DO & CO AG	1,47%
AP MOELLER-MAERSK A/S-A	1,36%
CAL-MAINE FOODS INC	1,35%
THE BIG YELLOW PLC	1,30%
ORACLE CORP	1,04%
AMERICAN EXPRESS CO	1,01%
ISHARES MSCI EM	0,92%
ISHARES MSCI AUSTRALIA	0,73%
PHAROL	0,68%
HERMES	0,12%

Primer semestre de 2015

En la cotización de los títulos de la cartera internacional se percibe el efecto de la depreciación del euro contra el dólar estadounidense (-7,9%) y contra la libra esterlina (-8,6%). Esta variación mejora los beneficios de las compañías que producen en la eurozona y venden fuera de ella y perjudica a las empresas de terceros países que venden en la eurozona.

Destacamos, por un lado, la buena evolución durante el semestre de las compañías irlandesas (**Kingspan** +50,9% y **Ryanair** +20,6%) y, por otro, el comportamiento mucho peor de las sociedades norteamericanas (**IBM** +1,4%, **Coca Cola** -7,1%, **Oracle** -10,4% y **Amex** -16,5%). El único valor americano con buen comportamiento ha sido **Cal-Maine Foods** (+33,7%), cuyas ventas se realizan exclusivamente en Estados Unidos. Las revalorizaciones indicadas no tienen en cuenta ni dividendos ni el efecto divisa (positivo para las compañías norteamericanas).

Las fluctuaciones de las divisas refuerzan o debilitan los resultados de las compañías a corto y medio plazo y ello afecta directamente en su cotización. No obstante, a largo plazo el modelo de negocio de las compañías es lo que se pone en valor independientemente de la divisa en la que estén denominadas sus acciones. Avantage Fund, invierte a largo plazo y siendo consistente con su filosofía de inversión no cubre las divisas en las que cotizan los valores en los que invierte.

Los títulos de **Hermes** entraron en la cartera como consecuencia de a una escisión de **LMVH**. Tras analizar la compañía se han vendido los títulos en la primera semana de julio porque, a pesar de cumplir satisfactoriamente los dos primeros requisitos, cotizan a unos precios muy elevados. No descartamos invertir en Hermes si la cotización desciende significativamente.

Juan Gómez Bada