

7 de julio de 2020

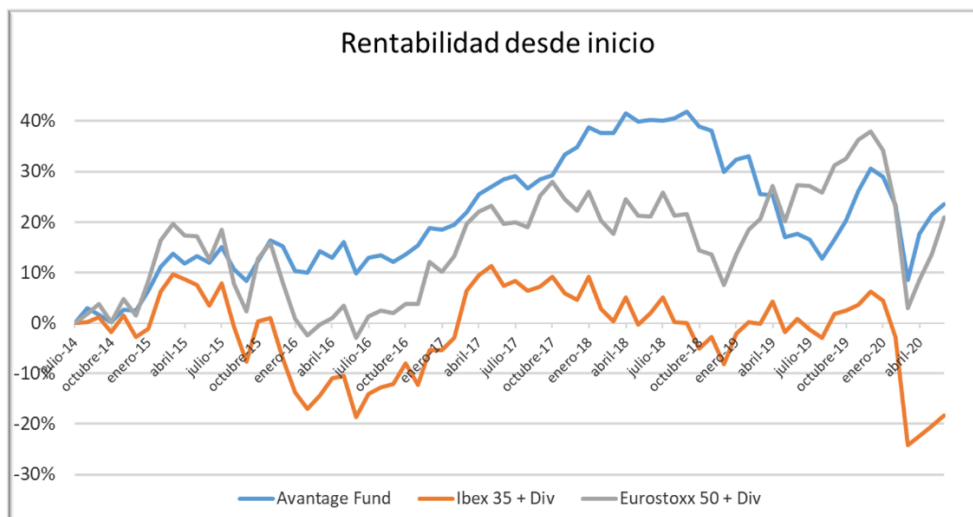
## Carta de Avantage Fund. Primer semestre de 2020

El primer semestre de 2020 no será fácil de olvidar. La mayoría de la población del planeta ha estado confinada en su casa durante meses. El virus COVID 19 ha cambiado los planes de todos. Gobiernos, empresas y particulares han tenido que adaptarse rápidamente a la nueva situación. El nivel de incertidumbre a corto plazo es todavía muy elevado porque nadie sabe cuándo la pandemia nos dejará recuperar nuestra vida normal.

En este entorno, Avantage Fund ha tenido un comportamiento sustancialmente mejor que los principales índices bursátiles. En el semestre, el fondo ha bajado un 5,4%, en el último año se revaloriza un 5,0% y desde su constitución (31/07/14) se ha apreciado un 23,5%.

	Rentabilidad		
	1º Sem 2020	12 meses	desde inicio
Avantage Fund	-5,4%	5,0%	23,5%
Ibex 35	-24,3%	-21,4%	-32,5%
Euro Stoxx 50	-13,6%	-6,9%	3,8%
Ibex 35 + div	-23,1%	-19,0%	-18,3%
Euro Stoxx 50 + div	-12,4%	-5,1%	20,9%

Avantage Fund obtiene mejores resultados que el Ibex 35 y Euro Stoxx 50 incluyendo los dividendos netos de impuestos. Destacamos que la volatilidad del fondo ronda la mitad de la de dichos índices.



El semestre que acaba de terminar ha sido especialmente activo para nosotros. La cartera del fondo se ha tenido que adaptar a las nuevas circunstancias. Los cambios se pueden agrupar en cuatro grupos:

### **I) Rotación hacia modelos de negocio más protegidos**

El repentino parón de la actividad, el proceso de desescalada del confinamiento y la progresiva recuperación de la demanda están generando fortísimos desajustes en los ingresos y gastos de las compañías. En este entorno, unos negocios están teniendo mucho mejor desempeño que otros. Por ello, el fondo aumentó el peso de los valores con ingresos más protegidos y disminuyó la exposición en los negocios más vulnerables.

En el semestre se ha incrementado la exposición a valores como Ebro Foods (fabricante de arroz y pasta), La Doria (fabricante de productos de alimentación), Walgreens Boots (parafarmacia), NOS (telecomunicaciones) o Cal-Maine Foods (productor de huevos en EEUU). Por otro lado, disminuyó significativamente el peso en CO&CO (servicios de catering a aerolíneas y grandes eventos deportivos), Ted Baker (consumo cíclico), Inditex (consumo cíclico) o MTY Foods (restaurantes). En esta última compañía, se volvió a aumentar la exposición cuando la caída del precio de las acciones superó el 65% desde inicio de año.

### **II) Aumento del nivel de inversión en renta variable.**

La exposición neta a renta variable, descontado el exceso de caja de Barón de Ley, ha aumentado desde el 65% a 31 de diciembre de 2019 hasta niveles cercanos al 80%. Se redujo en febrero (60% a 21/02) cuando el mercado subía a pesar del parón que se estaba produciendo en la economía China y se aumentó a medida que bajaban las cotizaciones.

Se mantiene un elevado nivel de inversión en renta variable porque, en este entorno de mercados, las cotizaciones no están siguiendo la evolución de los negocios y, como consecuencia, se generan más oportunidades de inversión de lo habitual.

### **III) Disminución de la exposición a la economía española.**

Desde inicio, el peso de la renta variable española ha sido elevado debido a nuestro mejor conocimiento de los modelos de negocio de las empresas más cercanas a nosotros. Normalmente se ha situado en torno al 50% y a 28 de febrero de este año superaba el 58%. A 30 de junio se sitúa ligeramente por debajo del 30%.

La reducción se debe a que esperamos la economía española tarde mucho más en salir de la crisis que otras economías occidentales. Hay tres motivos:

i) La respuesta a esta crisis está siendo muy desigual. En España se ha tratado de que la mayor parte del coste económico de esta crisis lo asuman las empresas, sobre todo las de mayor tamaño. Esto contrasta con el apoyo contundente y decidido a las empresas que están realizando otros gobiernos.

ii) El impacto del parón actual será mayor en España que en otras economías por el elevado peso del turismo y la hostelería y, en menor medida, también por el mayor peso de sectores muy cíclicos como la fabricación de automóviles.

iii) España pertenece a una unión monetaria en la que no hay unión política. Para poder endeudarse contra el balance del banco central, los estados de la eurozona deben llegar a acuerdos políticos para repartir los costes. Otros países como Estados Unidos o Reino Unido no tienen ese problema. Por ello, salieron mucho más rápido de la crisis de 2008 y esperamos que se recuperen más rápido también esta vez.

Para hacer este cambio con una mayor agilidad, parte del aumento en renta variable extranjera se realizó en un primer momento con futuros de índices (FSTE 100, S&P 400 Midcap y DAX). A medida que el fondo está aumentando el peso en valores extranjeros se está reduciendo el volumen de futuros. No tenemos intención de que el fondo invierta vía futuros de manera estructural, ni siquiera una parte pequeña de la cartera.

### **IV) Otros cambios por motivos particulares de los negocios**

Como indicamos anteriormente, estamos viendo que las cotizaciones no están siguiendo la evolución de los negocios. Por ello, este semestre han salido de cartera Semapa, Ryanair e Inditex, tres compañías que llevaban muchos años en el fondo. Por otro lado, han entrado Coca Cola, Walmart, Kinder Morgan y Gestamp.

De las salidas destacamos Ryanair. A pesar de todo lo que está sufriendo el negocio de las aerolíneas, se ha apreciado un 5,4% en el último año. A esto debemos unirle que la mayoría de las aerolíneas europeas de bandera (Lufthansa, Air France, Alitalia, SAS, etc) han recibido financiación de sus gobiernos de una manera muy relevante. Esperamos más anuncios similares en el futuro. En nuestra opinión, estas ayudas de Estado evitarán el necesario ajuste de capacidad y harán que el sector opere con rentabilidades negativas durante unos años.

De las incorporaciones resaltamos Gestamp. Aunque se trate de una compañía española y quisiéramos reducir el peso de los valores nacionales, hemos decidido incorporarla a la cartera porque se trata de un negocio de calidad que cotiza a unos niveles muy atractivos. Es un fabricante de componentes de automóviles, con fábricas en Asia, Europa, América del Norte y América del Sur que crece significativamente en cuota de mercado en todas las regiones. El COVID 19 ha tenido un impacto muy significativo porque ha tenido que cerrar sus fábricas durante un tiempo, pero en nuestra opinión será uno de los ganadores tras la crisis actual.

La caída del precio de las acciones ha permitido al fondo comprar Gestamp con un descuento cercano al 60% respecto al precio al que salió a bolsa hace 3 años. Desde entonces el negocio no ha dejado de crecer. Otra muestra del valor de la empresa es que los hermanos Riberas, fundadores y máximos accionistas de la compañía, han aprovechado la caída de la cotización para incrementar su participación en el capital.

De los valores que se mantienen en cartera (37 de 40), destacamos Tesla. En el primer trimestre de 2020 ha incrementado las ventas de coches un 40% respecto al mismo trimestre de 2019. Estos datos contrastan con los del sector, que ha vendido un 26% menos. Tesla sigue desarrollando y fortaleciendo las cinco ventajas competitivas que señalamos en la conferencia anual de inversores de hace dos años y en [este artículo](#) de 2018. Por ello, se ha convertido en el fabricante de coches más valioso del mundo, a pesar de que sus ventas son todavía significativamente inferiores a las de otros fabricantes.

Resaltamos que, en nuestra opinión, son las ventajas competitivas lo que hace que los negocios sean de calidad, no la utilización de las nuevas tecnologías en sí. En todos los sectores hay negocios en declive y en auge. Negocios sostenibles y negocios efímeros. Nuestro enfoque hace que normalmente nos sea más fácil encontrar negocios de calidad a precios razonables en sectores considerados como tradicionales.

Mirando hacia adelante, estamos muy centrados en este cuarto punto. En nuestra opinión, el seguimiento uno a uno de los negocios es vital para proteger y rentabilizar nuestro patrimonio en estas circunstancias. Esperamos que la mayor flexibilidad del fondo y una cartera de inversiones seleccionada desde hace años para hacer frente a entornos muy cambiantes pueda ofrecernos excelentes resultados.

Juan Gómez Bada  
Director de inversiones