



CARTA SEMESTRAL

Enero de 2024

Análisis del entorno

Estimado coinversor:

Durante la segunda mitad de 2023 Avantage Fund se ha revalorizado un 6,1% y Avantage Pure Equity un 5,4%. Terminan 2023 con una apreciación del 14,7% y del 18,5% respectivamente.

En el segundo semestre de 2023 los mercados se han movido al son de los datos de inflación según se iban conociendo. Han sufrido bajadas hasta octubre, cuando se esperaba que los tipos de interés se mantuvieran elevados durante mucho tiempo y han tenido una fuerte revalorización en los meses de noviembre y diciembre al calor de unos datos de inflación más bajos de lo esperado y unas expectativas de significativas bajadas de tipos para 2024 por parte de los miembros de la Reserva Federal.

Avantage Fund continúa ofreciendo excelentes resultados. Termina 2023 dentro del 10% mejor de su categoría según Morningstar por cuarto año consecutivo. Desde su constitución en 2014, la rentabilidad es diferencial respecto a los índices.

	Rentabilidad		
	2º Sem. 2023	2023	desde inicio (31/07/14)
Avantage Fund	6,1%	14,7%	122,0%
Ibex 35	5,3%	22,8%	-5,7%
Euro Stoxx 50	2,8%	19,2%	45,1%
Ibex 35 + div	6,9%	27,0%	25,6%
Euro Stoxx 50 + div	3,2%	22,2%	82,2%

La rentabilidad anualizada (CAGR) desde inicio hasta el 31/12/23 es del 8,8%. Recordamos que Avantage Fund es un fondo mixto flexible y tiene una volatilidad que ronda la mitad de la de los principales índices de renta variable.

Un semestre más, los excelentes resultados de Avantage Fund le permiten mantener las 5 estrellas Morningstar: obtiene el máximo rating por estar dentro del 10% de los fondos con mejores resultados a largo plazo.

Cuando el fondo cumplió 8 años mostramos que obtenía este rating tanto por sus cinco últimos años como por sus primeros 3 años. Es decir, en períodos totalmente independientes de tiempo que sumaban el total del histórico del fondo, Avantage Fund tenía el máximo rating.

Destacábamos esta circunstancia como una muestra de la consistencia de los resultados del fondo.

17 meses después el fondo sigue manteniendo esa misma condición: tiene 5 estrellas ahora por los resultados de los últimos 3 y 5 años y, hace 5 años, también tenía 5 estrellas por los resultados de los tres años anteriores.

Es decir, se sitúa dentro del 10% mejor en el período de 5 años comprendido entre los años 2019-2023 y también en el período de 3 años comprendido entre 2016 y 2018.

Avantage Pure Equity, el fondo de renta variable que mantiene la misma cartera de acciones de Avantage Fund, ha terminado sus dos primeros ejercicios completos. El resultado en este tiempo es bueno comparado con los fondos de su categoría. Según Morningstar en 2022 y 2023 lo hizo mejor que el 72% y el 93% de los fondos de su categoría, respectivamente.

Rentabilidades anuales (%)	31/12/2023	
	2022	31/12
Rentabilidad %	-12,64	18,54
+/- Categoría	4,02	6,87
+/- Índice	-0,38	6,19
% Rango en la categoría (sobre 100)	28	7

En 2022 no pudo beneficiarse de las coberturas de tipos e índices como hizo Avantage Fund, pero en 2023 su rentabilidad fue superior debido a que el nivel de inversión en renta variable es mayor al del fondo mixto flexible.

Análisis del Periodo

En Estados Unidos y Europa la coyuntura está marcada por tres características que definirán el devenir de estas economías en los próximos meses:

1º) **Restricción de crédito.** Tras las fuertes subidas de tipos realizadas por los bancos centrales en 2022 y 2023 las condiciones de financiación de las empresas y particulares se han vuelto mucho más complicadas. Esta situación ha hecho disminuir la demanda de crédito y ha provocado que muchos acreedores hayan decidido amortizar anticipadamente sus deudas para ahorrar en el pago de intereses.

Durante 2022 muchas empresas y particulares adelantaron financiación antes de que subieran más los tipos de interés con el fin de asegurarse unos intereses bajos. Esto ha ayudado a la economía en 2023.

La situación actual es más complicada porque los tipos actuales se mantienen elevados, y en un entorno en el que muchos esperan bajadas de tipos en 2024, una parte de la demanda de financiación productiva se suele retrasar a la espera de encontrar mejores condiciones más adelante.

2º) **Política fiscal expansiva.** A pesar del endurecimiento de la política monetaria, la política fiscal continúa a toda máquina. Las guerras entre Ucrania y Rusia y entre Hamás e Israel continúan demandando fuertes cantidades de recursos destinados a los sectores militar y energético.

Por otro lado, a nivel doméstico, no se están aplicando recortes presupuestarios, sino todo lo contrario, el gasto y el endeudamiento públicos están en máximos. En Europa estamos todavía recibiendo el dinero público a fondo perdido (helicóptero del dinero) que no hay que devolver y que se aprobó durante la pandemia.

3º) **Pleno empleo.** Tanto Europa como Estados Unidos tienen tasas de desempleo cercanas a los mínimos de las últimas décadas. En esta situación, esperamos que los costes laborales sigan creciendo.

Desde Avantage Capital pensamos que la política fiscal expansiva y la situación de pleno empleo dificultarán mucho la contención de los precios. Por ello, esperamos que los bancos centrales mantengan unos tipos de interés elevados durante más tiempo de lo que espera el mercado y los propios banqueros centrales.

Por otro lado, destacamos que la situación en China es estructuralmente mucho más complicada que la de Estados Unidos y Europa. Los flujos de inversión extranjera directa que durante 40 años han llevado a China a ser la segunda economía del mundo (primera en paridad de compra) se han dado la vuelta.

Ahora son negativos porque los extranjeros desinvierten más de lo que invierten allí.

Las causas de esta situación tienen que ver con el descenso de la población — tienen decrecimiento vegetativo y migración neta negativa—; un elevado endeudamiento; la caída de un sector inmobiliario sobredimensionado; la baja preparación para enfrentar crisis económicas de la generación actual —no han tenido en 40 años— y la disminución de la seguridad jurídica para los inversores extranjeros.

Cartera

En un escenario de restricción crediticia en occidente, que esperamos que sea más largo de lo que descuenta el mercado, mantenemos una posición prudente. Esto se traduce principalmente en el nivel de inversión neto en renta variable de Avantage Fund, que se mantiene en torno al 62% del patrimonio, por debajo del nivel que consideramos neutral (70%). Por su parte, Avantage Pure Equity mantiene un nivel de inversión en renta variable cercano al 97%.

En el segundo semestre han salido dos valores de cartera: Talgo y Cal-Maine Foods y no ha habido nuevas entradas. El importe recibido por las ventas se ha destinado a incrementar el peso de otros valores en cartera. Un caso representativo de incremento del peso de un valor es el de Alantra, que ha pasado del 1,2% del patrimonio a alcanzar el 3%.

Talgo. Buscábamos desinvertir desde 2022, tras ser conscientes de que el grado de alineación de intereses del nuevo CEO (Gonzalo Urquijo) con los accionistas era significativamente inferior que en el caso de su predecesor (José María Oriol), quien era accionista significativo a título individual y fue CEO de la compañía durante 18 años. La salida no era urgente porque el presidente sigue siendo todavía Carlos de Palacio y Oriol (también accionista significativo a título individual), pero la realidad es que la gestión del día a día está cada vez más en manos del nuevo CEO.

Teniendo en cuenta la baja cotización que tenía Talgo a finales de ese año, decidimos esperar a que la acción recuperara para vender. Los fondos Avantage han ido poco a poco reduciendo exposición al valor a medida que subía el precio de la acción durante 2023 y en noviembre ha salido completamente de cartera.

Talgo llevaba en cartera 7 años y no ha llegado a ser lo que esperábamos. La tesis de inversión se basaba en que el tren Avril (desarrollado para Adif) fuese la plataforma para crecer rápida y rentablemente por Europa y Asia. Sin embargo, los retrasos provocados por el Covid dejaron a la compañía en una situación de debilidad y mala imagen frente a sus clientes actuales y potenciales. La empresa sobrevive gracias a que Adif (su mayor cliente) se queja, pero no ahoga.

Cal-Maine Foods. Salió de cartera en diciembre de 2023. Es una empresa productora de huevos en Estados Unidos con una estrategia de crecimiento basada en la compra de competidores e incremento de poder de negociación con distribuidores. Tiene un negocio cíclico y muy dependiente de los precios de los huevos.

La participación de los principales directivos se ha ido reduciendo, por ello el grado de alineación de intereses también es menor. En esta tesitura, hemos esperado a una recuperación de la cotización, en un buen momento de ciclo, para sacarla de cartera.

Estas dos salidas de cartera a cámara lenta contrastan con la [salida rápida y fulminante que tuvimos en 2019 en el caso de Grifols](#), cuando vimos las compras de proveedores de plasma que realizó Scranton Enterprises, sociedad controlada por la familia Grifols y otros consejeros de la cotizada. En enero de este año este caso ha vuelto a los medios tras un informe publicado por Gotham.

Desde nuestro punto de vista no es lo mismo que la alineación de intereses entre directivos y accionistas vaya perdiendo fuerza a que se produzca un hecho que de repente genere un conflicto de interés enorme entre los directivos de la cotizada y los accionistas minoritarios.

Desde Avantage Capital seguiremos mostrando al mercado los **conflictos de interés** más sangrantes que veamos para que el mercado reaccione ante ellos. Nuestra finalidad es que cada vez haya menos para que los inversores podamos obtener mejores retornos en unos **mercados de capitales más desarrollados**.

En esa misma línea, en noviembre de 2023, tras el anuncio de una OPA parcial de Gubel a Prosegur, a la que no acudirán los fondos Avantage, retomamos la **iniciativa para reformar la ley de OPAs** para impedir que se fuerce en el futuro a vender a los inversores minoritarios a un precio decidido por el comprador. Esta iniciativa nació en 2021 tras la OPA de exclusión de [Barón de Ley](#). Ese año se hizo eco el diario [Expansión](#) y esta vez ha sido [Cinco Días](#). Ambos lo recogieron en portada y a página completa. Todavía se pueden unir inversores particulares y profesionales a este segundo escrito firmando [aquí](#).

Por otro lado, el incremento de la inversión en **Alantra** se ha realizado tras las fuertes caídas registradas por el valor en 2022 y 2023. El negocio principal de esta compañía es muy cíclico. El número de fusiones y adquisiciones ha caído muy fuertemente debido al brusco incremento de los tipos de interés. En los mercados ilíquidos, como es el de compraventa de empresas, los ajustes se hacen primero en cantidad (las operaciones se paran) y luego cambian los precios. Una vez alcanzas una nueva normalidad, el número de operaciones se recupera.

A largo plazo, seguimos confiando en el futuro del sector, que crecerá muy rápidamente, a medida que avancemos en la desintermediación bancaria, y en Alantra, que cumple perfectamente nuestros tres criterios de inversión: alineación de intereses entre directivos y accionistas, excelente modelo de negocio y cotiza a un precio razonable.

La cartera de renta fija de Avantage Fund se ha incrementado del 16% al 20% en el segundo semestre de 2023. Los incrementos se realizaron principalmente hasta octubre, cuando la TIR media superó el 9%. Después ha tenido un muy buen comportamiento y los precios de los bonos han subido hasta dejar el rendimiento medio de los bonos cerca del 6,5%. La duración media de la cartera ha disminuido hasta los 2 años.

En enero de 2024 ha salido de cartera **NOS**, una compañía de telecomunicaciones portuguesa, y se ha incrementado la inversión en volumen similar en **Sonae**, compañía holding que engloba más negocios. Eran dos compañías que con pesos reducidos en los fondos Avantage y se ha concentrado la inversión en Sonae porque consideramos que NOS es cada vez más una filial de Sonae y menos una joint venture entre Isabel dos Santos y Sonae. El interés de quien controla Sonae y NOS está más en Sonae que en NOS.

No ha cambiado nuestra opinión respecto a NOS o el resto de negocios de Sonae. En su mayoría son buenos negocios que cotizan a precios atractivos. Tras la salida de cartera de NOS, el número de valores en cartera de los fondos Avantage se reduce a 43.

Avantage Fund Plan de Pensiones

El 8 de enero se inició la comercialización de Avantage Fund Plan de Pensiones, un plan individual mixto flexible que tiene la misma política de inversión que Avantage Fund.

Estamos muy agradecidos a los inversores por la excelente acogida que ha tenido el nuevo vehículo de inversión. En pocos días el patrimonio del plan se ha situado en los 3,9 millones de euros. Tanto Avantage Fund como Avantage Pure Equity tardaron varios meses en alcanzar ese nivel de patrimonio.

La cartera del plan ya tiene los 43 mismos valores de renta variable que los fondos y en proporciones similares. La cartera de renta fija está en construcción. Destacamos que el mercado de deuda corporativa es menos líquido que la bolsa. Es como una lonja de pescado: no todos los días tienes disponible cualquier tipo de pescado a un precio razonable. A medio plazo las carteras de renta fija de Avantage Fund y Avantage Fund Plan de Pensiones serán también muy parecidas.

Termino agradeciendo la confianza a todos los inversores. Gracias a vosotros, y a vuestras recomendaciones a familiares y amigos, el patrimonio conjunto de los tres vehículos de inversión ha superado los 58 millones de euros. Por nuestra parte, seguiremos trabajando con el máximo compromiso para proteger y rentabilizar el patrimonio con la vista puesta en el largo plazo.

Estamos a [vuestra disposición](#) para cualquier duda o consulta que tengáis.



Avantage Capital EAFN

C/ Maldonado 25, Madrid. España.

Web: www.avantagecapital.com

Email: info@avantagecapital.com

WhatsApp: +34 681 370 038

Teléfono: +34 911 109 82