



BUY & HOLD

GESTIÓN DE ACTIVOS

Carta Semestral a Inversores

I Semestre 2020





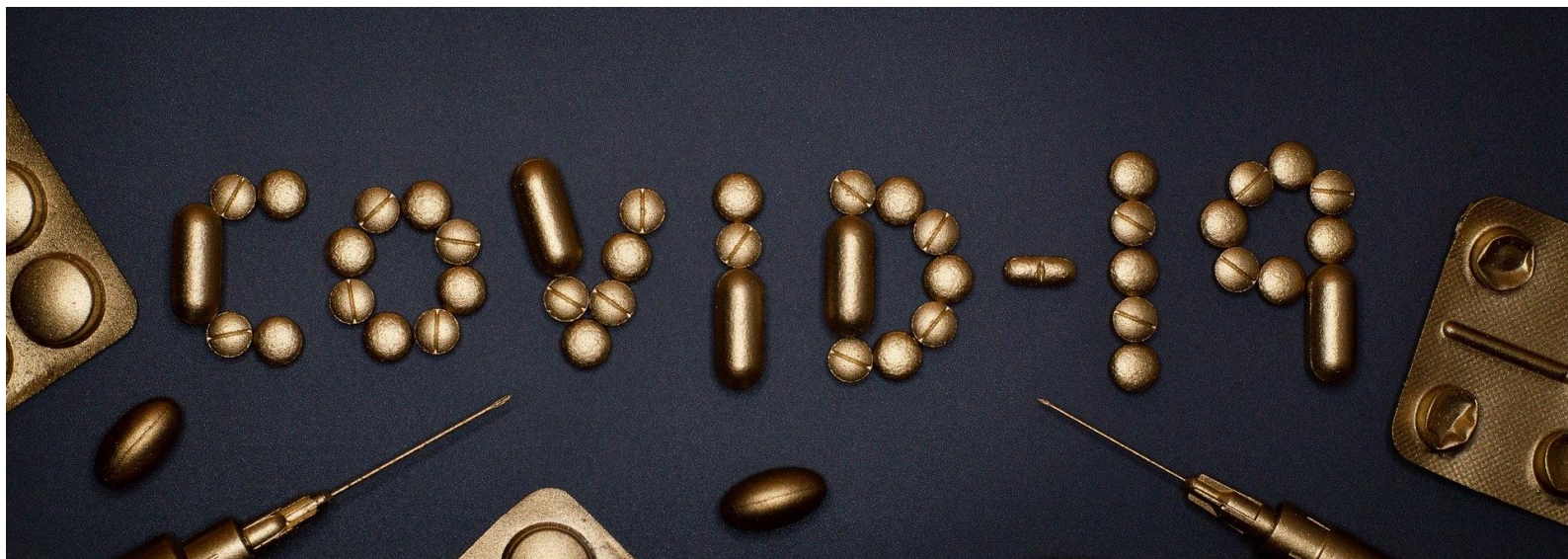
Valencia, 17 de julio de 2020

Estimados inversores

En el momento en que les entregamos esta carta semestral, llegamos al ecuador de un año que nunca olvidaremos. Aprovechamos para desearles que el transcurso de estos meses haya ido lo mejor posible para ustedes y sus seres queridos y que se encuentren todos bien.

Durante el segundo trimestre, en Buy&Hold hemos pasado la mayor parte del tiempo trabajando desde casa con total normalidad. Nuestros sistemas informáticos funcionan en la “nube”, de modo que el confinamiento no afecta a los procedimientos y al trabajo que realizamos. Poco a poco hemos ido retornando a la oficina, sabiendo que si fuera necesario podemos volver a trabajar desde casa en cualquier momento.

¿Qué ha sucedido este año?



Los mercados comenzaron el año con alegría, con subidas... El tono de los resultados del último trimestre del 2019 y las estimaciones para el 2020 era en general optimista, tal como se reflejaba en las presentaciones de resultados de las compañías durante el mes de enero y febrero.

Paralelamente, de forma casi desapercibida, el 31 de diciembre las autoridades chinas avisaron a la Organización Mundial de la Salud (OMS) de la existencia de varios casos de neumonía atípica que se concentraban en la ciudad de Wuhan. Durante los días siguientes fueron dando más información sobre el brote, identificando el causante de esta epidemia en un agente

patógeno de la familia de los coronavirus. China hizo pública la secuencia genética del virus el día **12 de enero**.

Las primeras noticias empezaron a llegar a los medios de comunicación occidentales a finales de enero, cuando las autoridades chinas inician un confinamiento severo de la población de Wuhan, el foco de la epidemia.

Durante el mes de **febrero**, este tema aparece esporádicamente en los medios, sin mayor relevancia. Empiezan a surgir algunos contagios en los principales países del mundo con especial incidencia en Italia. En ese momento, algunos expertos en epidemiología advierten de la potencial gravedad del brote, aunque la mayoría coinciden en que la tasa de mortalidad es muy reducida y algunos dicen que no será peor que una gripe “fuerte”.

A **principios de marzo**, la situación se desborda en Italia, se declara un confinamiento en las principales ciudades del norte, que en un par de días se extiende a todo el país. El 11 de marzo la OMS dice que el COVID 19 puede caracterizarse como una pandemia. El 15 de marzo las autoridades españolas declaran un confinamiento severo en todo el país. Y a partir de aquí se empiezan a declarar confinamientos de mayor o menor intensidad en todos los países del mundo.

¿Cómo afectó la epidemia del Covid-19 a las carteras de Buy&Hold?

Fuimos lentos en darnos cuenta de la gravedad del problema. En primer lugar, minusvaloramos la capacidad disruptiva de la epidemia. El coronavirus es una crisis sanitaria prácticamente única en la historia de los mercados. Debemos remontarnos a “la gripe española” de 1918 para encontrar una epidemia con unos efectos tan devastadores en la economía como el Covid-19. Antes de esto, los gestores de **Buy&Hold hemos vivido otras muchas epidemias que al final se han quedado en nada: El SARS del 2003, el MERS del 2012, varios brotes de ébola....** Esto nos hizo adoptar una postura escéptica con el COVID-19, especialmente cuando China solo había reportado 4.000 casos, lo cual es poquísimos dada la población del país.

La epidemia del Covid-19 tiene dos elementos que han resultado demoledores para la economía y las relaciones sociales. El primero es que la **tasa de transmisión de la enfermedad es altísima**. Esto se denomina R0 y en el caso del COVID 19 estaba en torno a las 3 veces. Con el movimiento de la población del planeta en el siglo XXI y sin medidas de contención, un R0 cercano a 3 hace que en un trimestre la epidemia alcance a dos tercios de la población del globo. El segundo elemento es que aunque la tasa de mortalidad era relativamente reducida, la enfermedad era lo **suficientemente grave como para colapsar el sistema sanitario** de la mayor parte de los países, si no se aplicaban medidas de distanciamiento social.

Por último, **minusvaloramos la dificultad de controlar la epidemia con confinamiento**. Cuando se decretaron los confinamientos en España e Italia, lo peor de la epidemia ya había pasado y estaba bajo control en China, Japón y Corea del Sur. Pensamos que en Occidente se podría controlar del mismo modo rápido que en Oriente. Error. El control de la epidemia requiere un nivel de disciplina social, preparación y experiencia con el que no contamos ni en Europa, ni en América.

A las próximas líneas, **desglosamos la rentabilidad de nuestras carteras** en lo que va de año, comparando con nuestro índice de referencia. Como explicaremos a continuación, a comienzos de año, la exposición de nuestras carteras al sector de viajes y turismo era muy elevada, lo cual ha hecho que la rentabilidad del año haya quedado un poco por detrás de nuestros índices de referencia:

Rentabilidad %

(1/1/20 -15/7/20)

Renta Variable	
Rex Royal Blue Sicav	(8,0%)
BH Acciones FI	(10,2%)
MSCI World Net	(3,2%)

Mixtos	
Pigmanort Sicav	(9,9%)
BH Flexible FI	(9,4%)
Benchmark (25% MSCI World Net, 75% Iboxx Euro Dólar Total Return)	(0,1%)

Renta Fija	
BH Renta Fija Europa Sicav	(7,7%)
BH Renta Fija FI	(8,6%)
Benchmark (Iboxx Euro Dólar Total Return)	+0,9%

Planes de Pensiones	
BH Jubilación PP (rentabilidad 14/7/20)	(10,4%)

Cambios en la cartera de Renta Variable

En Renta Variable, **comenzamos el año con una fuerte exposición al sector de turismo y ocio** que representaba casi un 30% de la cartera, siendo las líneas aéreas un 10%, fabricantes de aviación un 7% y el resto eran software de reservas y otros. Durante mucho tiempo hemos pensado que el sector de turismo ofrecía muchas oportunidades no solo porque experimentaba fuertes crecimientos sino también porque contenía muchos nichos de negocio muy rentables. En líneas aéreas pensábamos que se estaba produciendo un fenómeno de concentración del mercado por expulsión de los operadores menos eficientes de modo que los mejores operadores cada vez ganaban más dinero y eran más rentables. Hasta que llegó la pandemia...

Con las primeras caídas, lo primero que hicimos fue concentrar la cartera reduciéndola de más 30 posiciones a principios de año a 25. Cuando se producen fuertes correcciones en bolsa es inteligente concentrar las posiciones en aquellos valores donde más convicción tenemos, puesto que en un primer momento, el mercado no distingue y cae todo (bueno y malo) de forma parecida.

A finales de marzo, nos dimos cuenta de que el coronavirus iba a convivir con nosotros mucho más tiempo del que inicialmente habíamos considerado y que tendría un impacto largo y en algunos casos disruptivo para muchos sectores de la economía. Entonces **decidimos salir o reducir en los sectores más afectados por el COVID como el de aerolíneas y fabricantes de aeronáutica y entrar en sectores claramente beneficiados por la epidemia como el de medios de pago** (Visa, Mastercard y Paypal). En ese momento entendimos que la epidemia y los confinamientos no solo iba a ser una ventaja coyuntural para empresas de pago electrónico, sino que estaba acelerando un cambio estructural de hábitos hacia el comercio electrónico y el uso de nuevos medios de pago digitales. Los beneficios de estos cambios que estamos empezando a ver ahora, se desarrollarán plenamente durante los próximos años y, como sucede habitualmente en procesos de alto crecimiento, es difícil estimar hasta dónde pueden llegar.

A pesar de estos cambios, hemos seguido manteniendo posiciones en cuatro empresas del sector de turismo, confiando en una recuperación del ciclo cuando llegue una vacuna. En las empresas que explicamos a continuación, pensamos que no hay riesgo excesivo de deuda en sus balances -con lo cual evitamos el riesgo de una ampliación de capital fuertemente dilutiva- y que cuentan con importantes ventajas competitivas que les permitirán ser rentables nuevamente a medida que vayamos superando la pandemia:



Amadeus, es el líder casi monopolístico en software de operaciones y gestión de clientes para aerolíneas y aeropuertos y líder con una posición duopolística en software de reservas de vuelos. Es evidente que no volverá a ganar dinero hasta que se vuelva a una cierta normalidad en los viajes en avión, pero cuando esto suceda todos los ingresos de Amadeus estarán protegidos de guerras de precios y dependerán solo de una recuperación del volumen.

Safran es uno de los dos únicos fabricantes de motores de aviación de corto radio, el área más rentable del sector de motores. El atractivo de su negocio reside sobre todo en la cartera de mantenimiento de dichos motores con una visibilidad y recurrencia de ingresos y beneficios a muy largo plazo. De hecho, aunque la empresa no da información al respecto pensamos que la gran mayoría de sus beneficios viene del mantenimiento. Al igual que Amadeus, la naturaleza del negocio de mantenimiento defiende a Safran frente a una guerra de precios y la vuelta a beneficios depende exclusivamente de una recuperación de volúmenes en operaciones y vuelos.

Booking es una de las dos empresas líderes del mundo en software para reservas de hoteles y líder absoluto en Europa. Nuestra opinión es muy positiva de sus gestores. En situaciones de crisis mantiene un gran poder de precios frente a sus clientes (hoteles) ya que estos necesitan desesperadamente mantener altas las ocupaciones y no pueden negarse a admitir clientes de plataformas externas. Cada cliente que entra mejora la cuenta de resultados de un hotel con una ocupación deprimida, aunque la comisión que haya que pagar sea alta.

Wizzair, donde aún mantenemos una pequeña posición, a pesar de que varias de las razones por la que invertíamos en aerolíneas han desaparecido en estos meses. El Covid-19 ha tenido un impacto tan demoledor en la industria que ha hecho aceptable que los gobiernos de todo el mundo ayuden a aerolíneas en problemas, manteniendo unos jugadores ineficientes con ayudas públicas que distorsionan el mercado. Por otro lado, la recuperación de la industria vendrá de la

mano de guerras de precios para rellenar la capacidad ociosa, haciendo difícil la rentabilidad hasta que se vuelva a alcanzar volúmenes cercanos a antes de la crisis. Dicho esto, Wizzair, es el operador más eficiente de todos los cotizados europeos, su flota aérea no tiene parangón en cuanto a costes de operación y es suficientemente pequeña para que consiga recuperar la ocupación antes que el resto de los competidores. Sus aviones se operan bajo un modelo de leasing, lo cual le da una flexibilidad adicional y cuenta con más de €1.600 millones de caja neta en balance antes de la crisis, frente a una capitalización de €4.500 millones, lo cual proporciona un importante colchón frente a imprevistos como el que estamos sufriendo. Por último, tenemos muy buena opinión del equipo gestor y del accionista dominante.

Cambios en la cartera de Renta Fija

Nuestra inversión en Renta Fija, al igual que en Renta Variable, se basa en el análisis de los fundamentales. Sin embargo, como hemos comentado en otras ocasiones, cuando invertimos en Renta Fija seguimos una estrategia distinta. En Renta Variable priorizamos la calidad de la empresa y de los gestores. Por definición las acciones son activos de duración indefinida y para ganar dinero con ellos el horizonte debe estar muy despejado. Los bonos tienen duración y rentabilidad tasada. **Aunque la empresa tenga problemas, incluso graves, podemos ganar mucho dinero prestándole dinero. Tan solo tenemos que estar seguro de que los problemas no serán tan grandes como para suspender pagos y tener que recurrir a una reestructuración del balance antes de que venza la deuda.** De hecho, es casi imposible ganar dinero prestando a empresas con negocios excelentes porque normalmente no necesitan que se les preste dinero y si acuden al mercado pagan cupones muy bajos o negativos.

A finales del mes de marzo, la liquidez del mercado de deuda se redujo notablemente y las valoraciones de los bonos se resintieron. Como sucede con casi todos los mercados de capitales, cuando se produce un shock, el precio de los activos cae sin distinguir mucho lo bueno de lo malo. Al contrario que en Renta Variable, en Renta Fija aprovechamos ese momento para diversificar la cartera, reduciendo la concentración en España, en subordinados bancarios y en posiciones más ilíquidas. La caída indiscriminada del mercado nos daba la oportunidad de comprar bonos más líquidos, de grandes empresas con riesgo muy limitado de quiebra y que cotizaban con rentabilidades muy atractivas, como por ejemplo bonos de empresas como Brookfield Properties una de las mayores inmobiliarias a nivel mundial, Carnival, mayor y más solvente empresa de cruceros del mundo o PVH propietaria de marcas como Calvin Klein o Tommy Hilfiger. En Renta Variable se puede ganar dinero sin límite si la empresa va muy bien, lo cual favorece la tesis de concentrar la cartera en aquellos valores que más seguros estamos de que tendrán éxito. En Renta Fija en cambio el potencial de ganancia está tasado (como bonista ganarás lo mismo vaya la empresa muy bien o vaya regular) lo cual empuja a la diversificación para asegurarnos que no haya imprevistos.

¿Qué cabe esperar en los próximos meses?

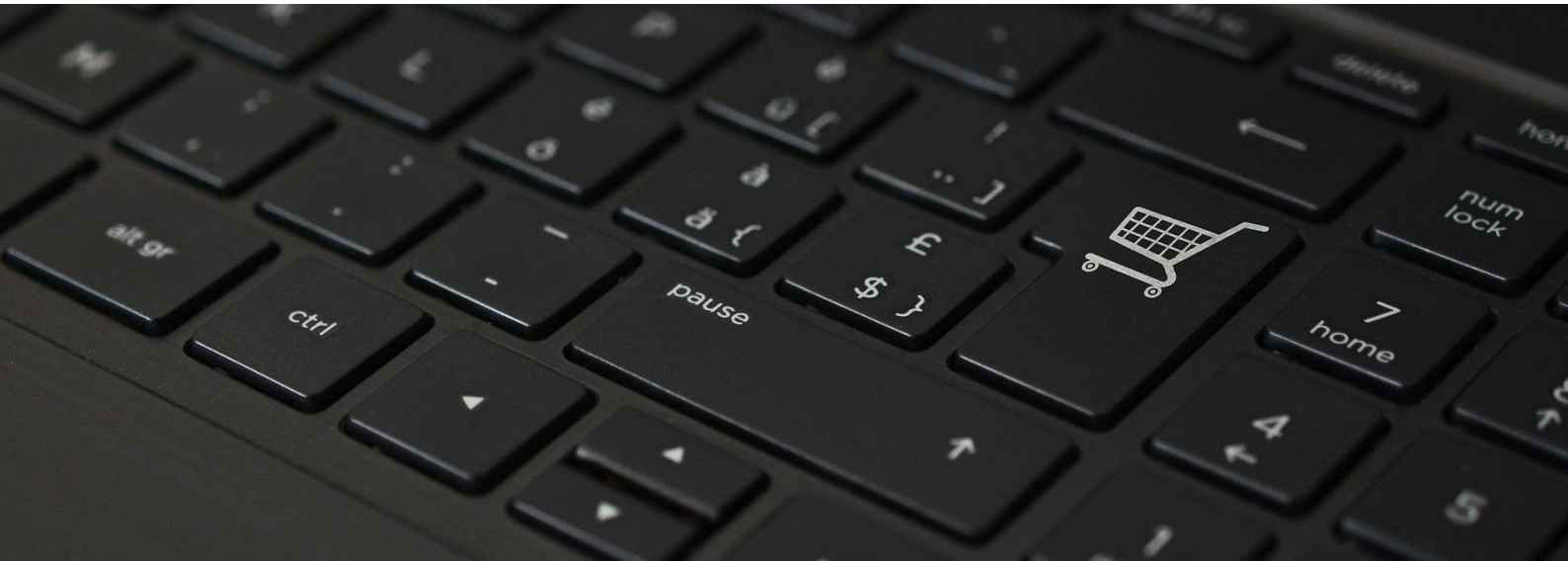
Los mercados de capitales y, aún más, el mundo entero gira en este momento en torno al avance del COVID y, sin duda, la comunidad científica está haciendo un gran esfuerzo para encontrar una solución.

Desde el punto de vista de nuevos tratamientos, se han redirigido algunos medicamentos existentes al coronavirus consiguiendo alguna mejora, pero no se ha logrado una curación completa y eficaz. Este es el caso del antiviral Remdesivir, un medicamento muy caro, desarrollado originalmente para el ébola o el antiinflamatorio dexametasona, una medicina genérica y barata, que reduce el efecto inflamatorio de la enfermedad.

Paralelamente **hay en marcha más de 100 vacunas**, de las cuales actualmente una veintena se encuentran en ensayos clínicos con humanos. Las más avanzadas como las desarrolladas por las farmacéuticas Moderna, la Universidad de Oxford, Pfizer, Astrazeneca, Inovio, Cansino o Sinovac, están publicando en general resultados prometedores. Anthony Fauci, director del Instituto Nacional de Enfermedades Alérgicas e Infecciosas en EEUU recientemente indicó que podría haber una vacuna sana y eficaz a finales del 2020 o principios del 2021. En EEUU, varias entidades públicas y privadas están apoyando decididamente el desarrollo de vacunas invirtiendo grandes cantidades de dinero a riesgo para que éstas puedan fabricarse masivamente en cuanto se aprueben por las autoridades médicas, reduciendo así los tiempos de disponibilidad de la vacuna para la población.

Por último, las autoridades en Europa y América poco a poco han ido aprendiendo y el nivel de control de la pandemia es actualmente muy superior al que teníamos hace seis meses. Hoy día hay medios de protección individuales, kits para la realización de tests y se están organizando equipos de seguimiento de brotes con el objetivo de aislarlos rápidamente minimizando las consecuencias de confinamientos severos y generales. Aunque los progresos son más lentos de lo deseado, poco a poco se avanza y cabría esperar que en caso de rebrotes de la epidemia los próximos meses, no se recurriría otra vez a confinamientos masivos sino selectivos.

Por estas razones somos optimistas y pensamos que, en algún momento del 2021, la enfermedad se encontrará posiblemente bajo control y se podrá reanudar la vida tal como era antes del COVID, aunque el nivel de incertidumbre sigue siendo muy elevado.



El mercado ha reaccionado castigando con gran dureza a las empresas cíclicas y ligadas al turismo y premiando a los sectores relacionados con el mundo digital y el comercio electrónico. Por esta razón las valoraciones de algunas empresas del sector tecnológico son muy exigentes hoy día. Pero siempre conviene no generalizar, porque si no, lo normal es que cometamos muchos errores. Vamos pues a hilar fino.

En la burbuja del 2000, que experimentamos en primera persona, las valoraciones eran estratosféricas y sobre todo las empresas que empezaban en el mundo digital no tenían ni buenos modelos de negocio, ni barreras de entrada, ni beneficios, ni en muchos casos siquiera facturación, como era el caso de Terra. Era evidente que Internet iba a cambiar el mundo, pero no sabíamos cómo, ni quienes sería los ganadores y había una desconexión total entre los precios de mercado de las acciones y las valoraciones que justificaban sus fundamentales.

Hoy día Internet es uno de los sectores más grandes de la economía en muchos países, emplea a millones de personas y hay muchas empresas que han ido adquiriendo posiciones de dominio en muchos sectores de este mundo, como por ejemplo **Google y Facebook en la publicidad digital, Amazon en el comercio electrónico o Microsoft, Amazon y Google en la infraestructura de la nube.** En el caso de las empresas que acabamos de mencionar las valoraciones son exigentes, pero no desorbitadas y son explicables en el contexto de sus respectivas posiciones de dominio (prácticamente monopolísticas) en cada uno de los negocios que operan.



Existe otro grupo de acciones como por ejemplo el caso de Tesla donde nos encontramos con una empresa que no es dominante en su mercado, pero tiene un producto excelente que sugiere que podría convertirse en un Apple del mundo automovilístico. La calidad del producto se sustenta no solo en las referencias de los consumidores sino también en las patentes, diseños y ventajas técnicas en el desarrollo del producto que según expertos del sector posee y son muy importantes. Ahora bien, ¿hasta qué punto este producto que destaca llegará a dominar el mercado en el futuro, teniendo en cuenta que hoy día se venden muy pocas Teslas? ¿Acaso no podrán copiar este producto los demás fabricantes, muchos de los cuales son maestros en las marcas de lujo? ¿Hasta qué punto tiene sentido que la valoración de Tesla hoy valga más que la de Volkswagen, Toyota, BMW, Daimler, Renault, Peugeot y Fiat juntos? En este caso pensamos que hay una valoración desorbitada si miramos a la realidad actual de Tesla, pero al menos en parte se puede explicar porque el producto es bueno y con potencial, lleva fabricándose varios años, cuenta con numerosas patentes y las entregas de coches y los márgenes de ventas han ido creciendo año a año. Al igual que en el caso de Tesla, hay otras empresas con valoraciones altísimas que en parte se sustentan en realidades y en parte dependen de expectativas que pueden cumplirse o no.

Por último, hay un tercer grupo de empresas, como por ejemplo el caso de Nikola Corp., que actualmente son solo proyectos, no tienen ni siquiera un producto físico, real en que apoyarse, pero ya capitalizan 20.000 millones de dólares. Nikola quiere fabricar camiones eléctricos utilizando la tecnología del hidrógeno. La empresa tiene todavía pendiente construir su primera planta de manufacturación, no ha entregado ningún camión y vale casi tanto como Telefónica. Ni siquiera tiene una marca suficientemente fuerte para sustentar su valoración, ya que el producto no existe aún y no sabemos cuál será la reacción del mercado a este producto en el futuro, ni tampoco si tendrá éxito o no en la fabricación del mismo.

Hemos señalado tres grupos distintos de empresas para indicar que es peligroso generalizar diciendo que el sector de la tecnología está sobrevalorado al igual que sucedió en la burbuja tecnológica del año 2000. Dentro del sector hay varias empresas que son monopolios de facto y cuyos flujos de caja anuales son superiores a toda la capitalización de Telefónica y que cotizan a multiplicadores de 30 veces o incluso menos si ajustamos su capitalización restando la caja neta. **Estas valoraciones no son baratas pero, en nuestra opinión, son razonables.** Por otro lado, hay otras empresas que valen más en bolsa que grandes corporaciones rentables y muy longevas y que son **solo proyectos, sin prácticamente ninguna realidad que sustente su valoración.** En este caso si que pensamos que puede haber algunas valoraciones sin sentido. Por último, hay **otras empresas que se encuentran en un terreno intermedio y cuyas valoraciones en parte se justifican por la calidad del producto que tienen y en parte no.** En este último caso es muy difícil hacer un juicio sobre la bondad de la valoración y por tanto son situaciones en las que decidimos no participar.

La migración de nuestros vehículos de inversión a Luxemburgo.



Hace más de dos años, en Buy&Hold tomamos la **decisión de migrar nuestros vehículos de inversión a Luxemburgo**, mediante un proceso de fusión de las SICAV españolas con fondos de inversión luxemburgueses gestionados por Buy&Hold.

Respecto a los fondos de inversión españoles de Buy&Hold, seguirán funcionando como tal sin fusionarse con los vehículos luxemburgueses. Por el contrario si usted es partícipe de una SICAV como Rex Royal Blue, Pigmanort, BH Flexible, BH Renta Fija Europa...etc, esperamos que en las próximas semanas las acciones que tiene depositadas en su entidad financiera se conviertan en participaciones de un fondo luxemburgués, que seguirán depositadas en ese mismo banco.

Dichas acciones estarán sujetas a tributación en España el día que decida reembolsarlas, exactamente igual que cuando se trataba de una SICAV.

Las **razones de esta migración** son varias:

- Luxemburgo es un **país fundador de la Unión Europea que se ha convertido en un centro financiero** internacional de gran prestigio donde la mayor parte de las gestoras internacionales domicilian sus vehículos de inversión para su distribución en Europa.
- La **conversión de las SICAVs españolas en fondos de inversión luxemburgueses** supone, en nuestra opinión una notable mejora en los estándares de gobierno corporativo, garantías para el pequeño inversor y calidad del producto subyacente, pues Luxemburgo es uno de los países con una normativa más exigente en este sentido.
- El **proceso es extremadamente cómodo para los partícipes** de nuestros vehículos de inversión, que sin hacer nada, se encontrarán con sus participaciones convertidas en fondos de inversión luxemburgueses en las entidades donde previamente ya tenían depositadas sus acciones en SICAVs.
- El domicilio de los vehículos en **Luxemburgo facilita enormemente la distribución** de estos productos **para todos aquellos interesados en invertir en nuestros productos** tanto en España como en el extranjero. De hecho, un pequeño inversor que quiera contratar los fondos de Buy&Hold actualmente le resulta prácticamente imposible hacerlo a través de una entidad financiera española y sin embargo, cuando nuestros fondos luxemburgueses estén en marcha, esto será posible gracias a las plataformas **Allfunds e Inversis**.

El proceso de fusión está en su fase final, así que esperamos que todo se complete antes de final de año. Les mantendremos informados

Acabamos aquí nuestra carta, agradeciéndoles como siempre su confianza en nosotros y deseándoles que pasen unas buenas vacaciones. Un fuerte codazo.

Julián Pascual
Presidente

Rafael Valera
Consejero Delegado

Antonio Aspas
Consejero



Socios de Buy & Hold SGIC, S.A.



B

H

**Your Investment,
Our Investment.**