

Attitude.



Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Septiembre 2021

Attitude Gestión SGIIC, SA
Calle de Orense 68 – planta 11
28006 (Madrid)
www.attitudegestion.com
T: 915 625 536

El tercer trimestre del año ha sido positivo para el fondo, siendo la rentabilidad obtenida el 1,61%. La rentabilidad acumulada en el año se sitúa en el 13,17%. Los valores que más rentabilidad han aportado han sido Yellow Cake, Nagarro y Zardoya Otis. Los que más han restado han sido Alibaba, Gestamp y Plastivaloire. La exposición a renta variable continúa siendo moderada y la cartera sigue muy diversificada, tanto por países como por sectores y tamaños de las compañías. Continuamos viendo un mercado bursátil instalado en la complacencia y con unas valoraciones extremadamente exigentes en sectores como el tecnológico y especialmente en Estados Unidos.

El trimestre pasado comentábamos que habíamos iniciado una posición en Alibaba y hoy escribimos sobre ella para contar que de momento nos ha salido el tiro por la culata. Este trimestre ha sido el valor que peor se ha comportado de la cartera con mucha diferencia. Invertimos en ella tras fuertes caídas y fuimos haciendo compras escalonadas, pero aun así el castigo está siendo brutal. A día de hoy su peso en el fondo es de un 2,7% lo que unido al 1,9% que tenemos en Prosus (vehículo cuya principal inversión es Tencent) y al 2,9% que tenemos en un ETF de compañías chinas de Internet (KWEB) nos deja con una exposición aproximada al sector tecnológico en China del 7,5%. Nos parece un nivel de inversión adecuado y, aunque es la parte de mayor riesgo de la cartera, creemos que su potencial de revalorización para los próximos años merece mucho la pena. Lo incómodo de la situación es que no estamos ante un negocio que atraviese problemas o se enfrente a las amenazas propias de su actividad. La preocupación se centra en el gobierno chino y en su excesiva capacidad de influir en la sociedad. La batería de medidas regulatorias que ha impuesto en los últimos meses a las compañías de internet ha hecho que muchos inversores salgan de ellas en estampida. ¿Pretende el gobierno chino destruir estas empresas? Todo es posible, pero no parece razonable pensar que eso es lo que está ocurriendo. Entendemos que el objetivo del gobierno es evitar las prácticas monopolísticas, mejorar las condiciones laborales de determinados trabajadores (como se ha hecho aquí con la “ley rider”), no permitir que se descontrole el crédito y hacer que sus empresas punteras colaboren en mayor medida a la reducción de las desigualdades. Creemos que parte de esas medidas se acabarán implementando en otras partes del planeta (utilización de datos de los usuarios, posibles prácticas contrarias a la competencia, etc.) y que el castigo que ya han sufrido las empresas chinas las convierte en un buen sitio para estar invertidos.

En la imagen adjunta, se observan en distintos colores los ingresos, beneficios y la caja generada por Alibaba en los últimos años. Hoy las acciones cotizan al mismo precio que en 2017 mientras que la dimensión de la compañía es varias veces mayor que entonces. Es evidente que sin las malas noticias y el miedo que estamos viendo casi a diario no habría sido posible comprar a estos precios.



Durante el trimestre hemos recibido otra OPA, esta vez sobre Zardoya Otis. Es otro de los valores que hemos comentado en otras ocasiones y una de nuestras mayores posiciones. Otis, la empresa matriz, ha visto claro que el descuento con el que cotizaba Zardoya respecto a su propia cotización era una oportunidad excelente para hacerse con el 49% de las acciones que no controla. Vamos a echar de menos en la cartera un negocio tan bueno y previsible, que nos ha permitido dormir muy tranquilos incluso en los peores momentos de la pandemia. La parte positiva es que consideramos que el precio ofertado de 7 euros por acción, sin ser tampoco un chollo para nosotros, sí que es un precio razonable y que refleja buena parte del valor actual del negocio. Por tanto, hemos vendido la mayor parte de las acciones y de momento conservamos el resto por si hubiese una mejora de la oferta. La familia Zardoya conserva aún alrededor del 11% de las acciones y es posible que consiga que Otis suba algo el precio. No lo vemos muy probable, pero tampoco imposible. Además, hemos encontrado una sustituta muy atractiva para colocar el dinero recibido. Se trata de Grifols, compañía también española especializada en la fabricación de productos farmacéuticos hemoderivados. Es una compañía que siempre nos ha parecido interesante, pero fuera de nuestro alcance por el alto precio al que cotizaba tradicionalmente.

El negocio de Grifols se reparte en cuatro divisiones, siendo la de biociencia la más importante ya que supone el 78% de sus ingresos. Su negocio consiste en obtener proteínas a partir de plasma sanguíneo. Dicho plasma se obtiene a través de donaciones. No sé si la palabra es muy adecuada, ya que por ejemplo en Estados Unidos, principal mercado de Grifols, el donante recibe dinero a cambio de su plasma. Uno de los motivos de los flojos resultados publicados por la compañía en 2.020 fue la dificultad de conseguir el plasma por culpa del Covid y porque mucha gente que donaba para tener un ingreso extra dejó de hacerlo al recibir el dinero procedente de los paquetes de ayuda del gobierno. Tener acceso a los centros de plasma es clave y Grifols lo tiene claro. Ha pasado de tener 160 en 2.016 a más de 300 en la actualidad. Su plan es alcanzar 520 para el año 2.026 por lo que tiene todavía por delante años de importante crecimiento. El principal riesgo que tiene ahora mismo la compañía es la abultada deuda en el balance. Acaba de anunciar la adquisición de Biotest por una cifra cercana a los dos mil millones de euros y la operación se va a financiar íntegramente con nueva deuda, por lo que el total se va a situar por encima de cinco veces su EBITDA anual. La compañía se ha comprometido a no hacer nuevas adquisiciones y ha cancelado el dividendo para reducir la deuda lo más rápidamente posible. La alta capacidad de generación de caja del negocio, el historial del management tras varias operaciones similares y el hecho de que la familia Grifols tenga una importante participación en el accionariado, nos hacen ser optimistas con la operación. Además, hay otro factor que otorga un notable margen de seguridad. El capital social de Grifols está compuesto de dos tipos de acciones, denominadas A y B. Las A son acciones que tienen derecho a voto. Las B (que son las acciones que nosotros hemos comprado) no tienen ese derecho y a cambio otorgan a su propietario un dividendo preferente de un céntimo de euro anual. Ese dividendo preferente es poco relevante, el atractivo de las acciones B está en su precio. Una acción A cotiza a 21,08 euros mientras que las B se cambian a 12,81. El ratio entre ambas es de 1,65 e históricamente se ha movido entre 1,2 y 1,4. ¿Vale el derecho de voto esa diferencia? Para nosotros no, hasta el punto de considerar una inversión en las acciones A como “interesante” mientras que las B son de las mejores oportunidades que hemos visto en años. Vale la pena ilustrar el caso con números. La compañía ha publicado sus previsiones tras la importante operación de compra de Biotest que hemos comentado antes. Esperan un EBITDA de 2.800 millones para 2.026, que se traduciría en unos 1.300 ó 1.400 millones de beneficio neto. Como es una fecha lejana, la operación es compleja, y la incertidumbre que rodea nuestras vidas es enorme, vamos a dejarlo en 1.000 millones (creo que es una cifra muy prudente hasta el punto de poder alcanzarse en 2.024). Grifols tiene en total 687.554.908 acciones, por lo que llegamos a un beneficio por acción de 1,45 euros. Un accionista ordinario estaría pagando 14,54 veces ese beneficio mientras que las acciones B solo suponen 8,83 veces.

La diferencia es abismal y el margen de seguridad que otorgan las acciones sin voto es una oportunidad que pocas veces se presenta. Además, sería lógico que una vez la compañía vuelva a niveles de apalancamiento razonables, dedique una buena parte de la caja generada a recomprar y amortizar acciones propias. Parece lógico pensar que centre sus esfuerzos en las que mayor rentabilidad le aporten. Por ello, Grifols-B es una de las principales posiciones del fondo y veo probable que en las próximas semanas sigamos adquiriendo acciones. No es la primera vez que invertimos en acciones sin voto y la verdad es que siempre nos ha dado buenos resultados. El caso más claro es el de Telecom Italia. Cuando compramos sus acciones sin voto, cotizaban con un descuento superior al 20%. Hoy una acción sin voto, además de haber pagado importantes dividendos durante todo este tiempo, es más cara que la acción ordinaria. Es difícil saber el momento exacto en que se corregirá el elevado diferencial actual, pero es altamente probable que lo haga.

En el día a día, los mercados siguen totalmente en manos de los Bancos Centrales y sus constantes inyecciones de dinero. Ni siquiera los altos números de inflación, el tema de moda este año, les han hecho levantar un poco el pie del acelerador. Tal vez sea por las barbaridades que vemos a diario, que hayan conseguido que cada vez nos sorprendamos menos de las cosas, pero llama la atención que nadie pida explicaciones ante lo que está ocurriendo. Los que siguen echando gasolina al fuego dicen que la inflación es transitoria y continúan tratando de incentivar la demanda, cuando el problema en muchos casos es de oferta. Hay problemas de fabricación de chips que cuestan unos pocos euros e impiden fabricar coches de varias decenas de miles, el precio de los barcos para transportar mercancías está por las nubes, el precio de la luz se ha multiplicado y el petróleo, ese que no iba a hacer ya falta, supera los 80 dólares por barril. Cualquiera que viese ese entorno pensaría que las bolsas lo estarían pasando mal, pero nada más lejos de la realidad. Los índices siguen en cotas muy elevadas y en las pocas ocasiones que muestran debilidad, ésta es efímera. Nosotros seguimos viendo que los riesgos están muy presentes y que no es prudente volverse loco asumiendo riesgos en este contexto. Seguimos muy cómodos con nuestros valores, no solo por su potencial de rentabilidad, sino por la seguridad y solidez que nos aportan. Cuando empiecen las turbulencias lloverá para todos, pero la cartera debería aguantar los envites mejor que el resto del mercado.

Muchas gracias por su confianza.



Daniel Varela