

Attitude.

Carta cuarto trimestre Attitude Sherpa, FI

Diciembre 2021

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

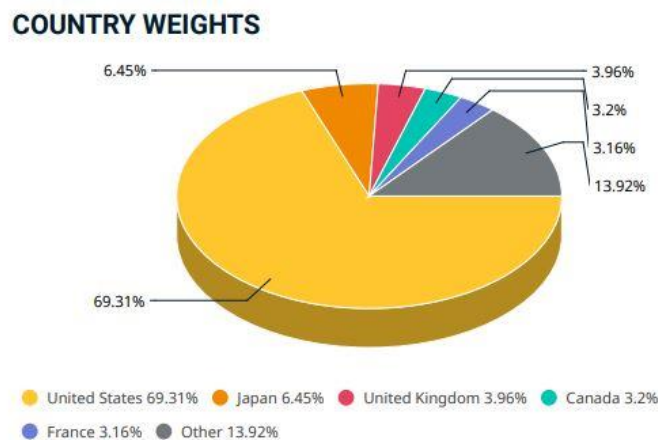
Concluye el cuarto trimestre y con él un año positivo para los índices bursátiles. El fondo ha mantenido durante todo el año una exposición moderada al mercado y cierra el ejercicio con una rentabilidad de 10.75%.

La cartera sigue cumpliendo con nuestro compromiso de diversificación y a cierre de año los países con mayor presencia son España, Francia y Alemania, con pesos del 30%, 19% y 10% respectivamente. Nótese que, aunque hay una gran presencia de compañías españolas se trata de negocios con una gran presencia internacional y que realizan buena parte de su negocio en el extranjero. No somos nada optimistas con la economía española, pero vemos estas compañías como buenas oportunidades de inversión por la mala prensa que tiene la palabra España entre los inversores extranjeros. Seguimos sin invertir en bancos o financieras y dando mucha importancia al riesgo de cada compañía, por encima incluso de su posible rentabilidad. En este contexto de tanta incertidumbre preferimos tratar de evitar errores graves aun a costa de renunciar a posibles ganancias. Durante el cuarto trimestre hemos vendido nuestras posiciones en Euronav, Nagarro, Telefónica y Nicolás Correa. El caso de esta última ha sido doloroso, ya que el motivo de la venta nada tiene que ver con la marcha de su negocio, que va muy bien, ni con el precio de la acción, que, aunque ha subido casi el 100% desde que la compramos sigue siendo razonable. El motivo es que es un valor muy pequeño e ilíquido y con el crecimiento que va teniendo el fondo ya es muy incómodo ir aumentando el número de acciones en cartera para mantener el peso. Por el lado de las compras hemos incorporado a la cartera Elecnor y Nintendo. También hemos aprovechado para aumentar el peso en algunas posiciones de la cartera como Rubis, Buzzi Unicem o Grifols. Esta última ha pasado a ser nuestra principal posición y salvo que haya algo muy raro, esperamos un retorno muy elevado en los próximos años. En la carta del trimestre anterior ya hablamos de ella con más detalle.

Los valores que mayor rentabilidad han aportado durante el año han sido International Petroleum, Yellow Cake y Nagarro, por ese orden. Las dos primeras nos siguen pareciendo muy interesantes a pesar de la subida, hasta el punto de figurar ambas actualmente entre las diez mayores posiciones del fondo. Creemos que este año volverán a darnos notables alegrías. Nagarro en cambio la vendimos durante el trimestre al haber alcanzado una cotización donde ya no nos resultaba tan atractiva. Es una compañía excelente y con un crecimiento tremendo, pero nos pagaron por ella más del doble de nuestro precio de compra. Si el mercado nos diese una oportunidad con caídas desde estos niveles, sería un placer volver a invertir en ella.

Por el lado negativo, las que peor se han comportado son Alibaba y el ETF de compañías tecnológicas chinas. Y eso que hemos ido comprando poco a poco y cuando empezamos a invertir en ellas ya llevaban caídas de más del 25%. En nuestra opinión, los precios actuales no reflejan en absoluto la calidad del negocio y ofrecen un margen de seguridad muy abultado. El motivo principal para tener estos precios tan bajos no tiene nada que ver con la marcha del negocio, que va viento en popa. Lo que preocupa es el gobierno chino y viendo lo que han caído las cotizaciones, la gente debe estar poco menos que esperando una expropiación. Lo que hemos visto es una regulación más exigente en varios frentes y una exigencia de mayor contribución a la comunidad. No son buenas noticias y a corto plazo las cuentas se verán resentidas, pero dudamos que sea hasta un punto que ponga a las compañías en aprietos. Son acciones muy volátiles y no va a ser un camino de rosas, pero vemos que la oportunidad que presentan es de las mejores que hay actualmente.

Durante el año hemos visto importantes diferencias entre los distintos países y sectores alrededor de mundo. A lo largo de la historia, el mercado de referencia ha ido alternando. Los últimos años ese honor pertenece a la bolsa americana. El peso de dicho mercado en el índice MSCI World supera ya el 69%.



Fuente: MSCI World

El dominio es abrumador, sobre todo si tenemos en cuenta que Estados Unidos solamente supone el 24% del PIB mundial. Los pesos van cambiando y vale la pena apuntar que en el año 1.989 Japón suponía el 40% del índice. Desde ahí el mercado tuvo caídas superiores al 75% y hoy, más de 30 años después, aún no ha recuperado del todo y su peso en el índice mundial no llega al 6,5%. No existe un método o herramienta para predecir cuándo se va a corregir un exceso como el que estamos viendo. Lo que está claro es que a los precios que cotiza la bolsa americana, el margen de seguridad brilla por su ausencia y un error se va a pagar muy caro.

De hecho, ya estamos viendo hostilidades en muchos valores que durante los últimos años experimentaron subidas vertiginosas. Los precios alcanzados en el momento de máximo apogeo eran ridículos e imposibles de justificar racionalmente. De hecho, muchos lo siguen siendo ahora a pesar de las fuertes caídas que están sufriendo. En la tabla siguiente, formada por algunos valores presentes en el ETF “estrella” ARK Innovation, se ven algunos ejemplos:

| Nombre | Máximo 2021 | Cierre 2021 | % Caída |
|-------------|-------------|-------------|---------|
| Teladoc | 308 | 91,82 | 70,2% |
| Roku | 490,7 | 228,2 | 53,5% |
| Zoom | 451,77 | 183,91 | 59,3% |
| Twilio | 457,3 | 263,34 | 42,4% |
| Palantir | 45 | 18,21 | 59,5% |
| Draftkings | 74,38 | 27,47 | 63,1% |
| CRSPR | 220,2 | 75,78 | 65,6% |
| Beam Therap | 138,52 | 79,69 | 42,5% |
| Do cougign | 314,76 | 152,31 | 51,6% |
| Skillz | 46,3 | 7,44 | 83,9% |

Fuente: Attitude

De momento lo que sigue manteniendo arriba a los índices es la espectacular fortaleza de las gigantes tecnológicas. En el año Google ha subido un 65.3%, Apple un 33.82% y Facebook (Meta) un 23.13%. El efecto de estas tres compañías, que juntas capitalizan casi 6 trillones de dólares (unas 5 veces el PIB de España), en los índices ha sido extraordinario. ¿Será eterno su reinado? La historia nos dice que no, como podemos ver en la siguiente imagen:

Gavekal Data/Macrobond

| The world's 10 largest companies by market capitalization (ex Berkshire and Aramco) | | | | | |
|---|--------------------------------------|---------------------|----------------------------------|----------------------------------|--|
| 1980: Peak oil | 1990: Japan will take over the world | 2000: TMT bubble | 2010: China will take over world | 2020: US tech offers only growth | |
| IBM | ● NTT | Microsoft | Exxon Mobil | Microsoft | |
| AT&T | ● Bank of Tokyo-Mitsubishi* | General Electric | PetroChina | Apple | |
| Exxon | ● Industrial Bank of Japan | ● NTT DoCoMo | Apple Inc. | Amazon | |
| Standard Oil | ● Sumitomo Mitsui Banking* | Cisco Systems | BHP Billiton | Google | |
| Schlumberger | ● Toyota Motors | Wal-Mart | Microsoft | Facebook | |
| Shell | ● Fuji Bank | Intel | ICBC | Alibaba | |
| Mobil | ● Dai ilchi Kangyo Bank | ● NTT | Petrobras | Tencent | |
| Atlantic Richfield | IBM | Exxon Mobil | China Construction Bank | Johnson & Johnson | |
| General Electric | ● UFJ Bank | Lucent Technologies | Royal Dutch Shell | JP Morgan Chase | |
| Eastman Kodak | Exxon | Deutsche Telekom | Nestlé | Exxon Mobil | |

*Merged entities

Fuente: Gavekal

Para este año, partimos de una situación de mercado con dos extremos muy marcados. Por un lado, las empresas de crecimiento cotizando a unos múltiplos desorbitados. Además, muchas de ellas cuanto más venden más pierden por lo que dudamos que puedan llegar a ser viables en el futuro. Son compañías teóricamente disruptivas y donde las cifras proyectadas no tienen nada que ver con la situación actual. Cada vez tenemos más claro que el programa informático más usado para escribir ficción no es Microsoft Word. Es Excel. El problema adicional es que han subido tanto que su peso en los índices es muy relevante, dejando al mercado en una situación muy frágil ante cualquier cambio en el sentimiento de los inversores. El catalizador para dicho cambio puede ser por ejemplo cualquier amago de subida de tipos para combatir una inflación que a todas luces se ha ido de madre y que está por ver si será transitoria como ahora aseguran los que no la vieron venir. Por ese lado, creemos que lo mejor es tener mucha cautela y permanecer alejados de esas compañías capaces de hacer un boquete en cuestión de días y donde vemos difícil que vuelva la exuberancia de primeros del año pasado. En el otro extremo vemos unas oportunidades tremendas en valores olvidados por el mercado. Cada vez hay más inversores pasivos, es decir, que solo tratan de replicar a los índices y tienen fuera del radar todo lo que no se incluya en ellos. Además, también hay mucha gente que tiene muchas limitaciones autoimpuestas a la hora de invertir. Criterios ESG o pertenecer a determinado país son algunos ejemplos. Esto genera precios en determinadas compañías que no obedecen a la realidad del negocio. Grifols por ejemplo cotiza con un descuento enorme se mire por donde se mire e incluso teniendo en cuenta los resultados de 2.020, donde su actividad se vio enormemente perjudicada por el COVID, las acciones tipo B que tenemos en cartera cotizan a menos de 20 veces beneficios. Si se cumplen las previsiones de la compañía, en 5 años ganarán lo que cuesta hoy la acción. Miquel y Costas sigue operando su negocio a prueba de bomba, sin deuda en el balance y ganando más de un euro por acción cuando tan solo cotiza a 13. En Alibaba vemos una compañía que crece en ventas a doble dígito, capitaliza menos de 300.000 millones de dólares, tiene 70.000 en caja y espera generar un flujo de caja libre de unos 20.000 millones. Somos muy optimistas con la cartera y esperamos que este año, aunque volátil, sea también positivo para la evolución del fondo.

Les deseamos un feliz 2.022 y les agradecemos una vez más su confianza.