

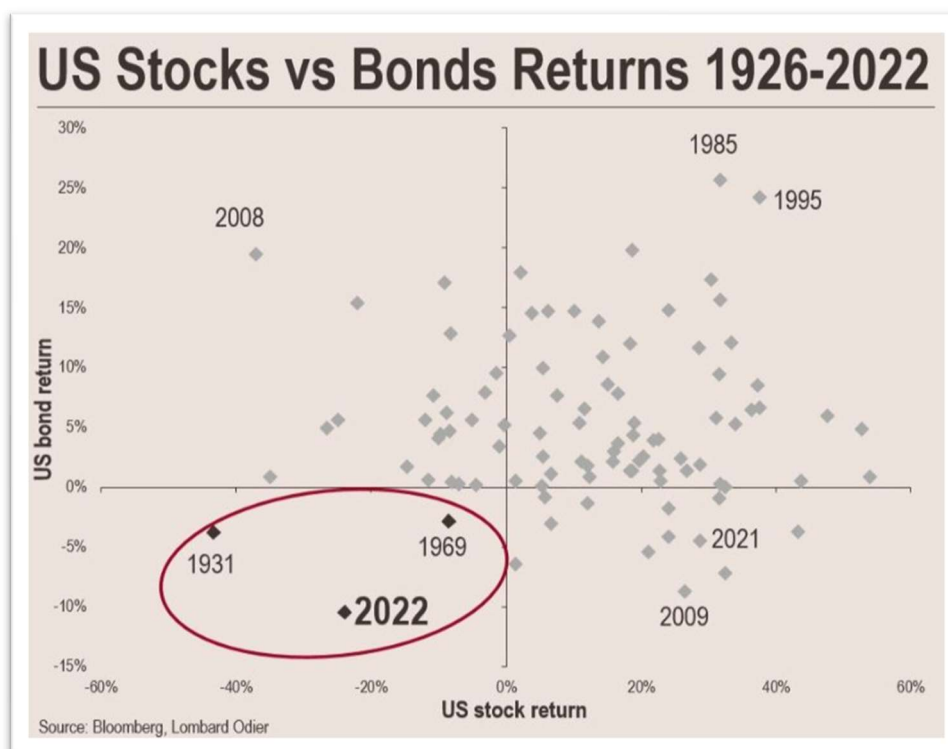
Attitude.

Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Diciembre 2022

Attitude Gestión S.G.I.I.C, S.A.
Calle de Orense 68 – planta 11
28020 (Madrid)
www.attudegestion.com
T: 915 625 536

Ponemos fin al año 2.022, que ha vuelto a ser ciertamente complicado. Los temas dominantes han sido la guerra de Rusia y Ucrania, la inflación y las consiguientes subidas de tipos de interés para combatirla. Todos ellos son negativos para los mercados, por lo que tampoco extraña demasiado su mal desempeño. Al contrario, casi sorprende más la levedad de las caídas en Europa, que cierra un mal año (caída del 11,74% en el Eurostoxx 50) pero gracias a un cuarto trimestre muy bueno lo hace lejos de los mínimos marcados. El mercado americano, que venía de niveles carísimos como hemos comentado durante las anteriores cartas, ha corrido peor suerte y cierra con pérdidas del 19,44% en el SP500 y del 32,97% en el índice tecnológico Nasdaq 100. De hecho, en Estados Unidos han tenido uno de los peores años de su historia. A las abultadas caídas de la bolsa se unen notables pérdidas también en los bonos, una combinación pocas veces vista como se aprecia en la siguiente imagen.



Creo que se puede afirmar tranquilamente que muchas de las mejores compañías del mundo son americanas. El problema viene cuando los precios que se pagan por ellas son tan elevados que hacen muy difícil que sean una buena inversión. Apple o Microsoft son buenos ejemplos de ello. Tienen una posición de dominio en sus mercados, altas rentabilidades sobre el capital empleado y balances sólidos. El problema es que el precio a pagar por sus acciones es tan exigente que vemos difícil que no den algún disgusto serio a sus accionistas en los próximos años. Dado su alto peso en los índices, podemos tener por delante unos años en los que las acciones más pequeñas y baratas lo hagan sensiblemente mejor que el mercado. Muy distinta es la situación de buena parte de las empresas de crecimiento americanas.

El año pasado por estas fechas publicábamos el siguiente cuadro, compuesto por las mayores posiciones del fondo Ark Innovation, el producto estrella que los últimos años acaparaba portadas y programas informativos, que ya por aquel entonces sufría un calvario.

Nombre	Maximo 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 Therapeutics	138,52	79,69	-42,5%
DocuSign	314,76	152,31	-51,6%
Skillz	46,3	7,44	-83,9%

Habría sido comprensible tener la tentación de apostar por un rebote, puesto que las caídas eran tremendas y la codicia es parte de la naturaleza humana. El problema es que los precios alcanzados en los máximos de 2021 son un disparate mayúsculo, propio de la famosa burbuja puntocom del año 2.000. El resultado de haber comprado esas compañías por haber caído tanto sería el siguiente:

Nombre	Cierre 2021	Cierre 2022	% Caída
Teladoc	91,82	23,65	-74,2%
Roku	228,2	40,7	-82,2%
Zoom	183,91	67,74	-63,2%
Twilio	263,34	48,96	-81,4%
Palantir	18,21	6,42	-64,7%
Draftkings	27,47	11,39	-58,5%
CRSPR	75,78	40,65	-46,4%
Beam Therapeutics	79,69	39,11	-50,9%
DocuSign	152,31	55,42	-63,6%
Skillz	7,44	0,5065	-93,2%

Como ven, un juego peligroso lo de comprar negocios inviables a precios de locura. Suerte a los que se aventuren con ello y recuerden que en el casino al menos se conoce gente.

En este contexto tan hostil, el fondo cierra el ejercicio con una rentabilidad positiva del **10,1%**. Durante el año, lo que más rentabilidad ha aportado han sido las diferentes coberturas y estrategias con opciones y futuros. Sin ellas no habríamos sido capaces de capear el temporal y obtener rentabilidad positiva. Las acciones que más han contribuido han sido **Prosus, Yellow Cake** y **Golar**. Por la parte negativa, los valores que peor nos han ido han sido **FlatexDegiro, Korian** y **Embracer**.

Durante el trimestre, hemos seguido concentrando la cartera hasta acercarnos a las 30 posiciones que queremos tener. Creo que el rango entre 25 y 35 compañías nos va a ir mejor ahora mismo. Hay muchas oportunidades interesantes en las que tenemos un grado de convicción suficientemente alto como para no tener que diversificar en exceso. Las compras más relevantes han sido **Yellow Cake, Alphabet, Spotify** y **Faes**. Por el lado de las ventas, hemos deshecho totalmente nuestras posiciones en **Prosus, Covestro, Capri, Pinterest** y **Adidas**. **Yellow Cake** es nuestro valor favorito para aprovechar la posible revalorización del uranio. Somos bastante activos en él y hasta el momento nos ha recompensado generosamente. No tiene los riesgos inherentes a una empresa minera y se limita a adquirir y almacenar uranio para su posterior venta. **Alphabet** y **Spotify** son dos valores tecnológicos que siempre nos han parecido caros y que tras el fuerte castigo que llevan, empiezan a ponerse a tiro. Es un sector que nos da mucho respeto y por eso solo miramos líderes indiscutibles y con un balance a prueba de bombas. Ambas compañías son la referencia en sus segmentos y tienen una parte importante de su capitalización en caja neta.

Es imposible determinar hasta donde pueden bajar, pero parece difícil pensar en un futuro sin estas compañías presentes y la valoración actual presenta un nivel de riesgo/recompensa interesante. **Faes** es una compañía que lleva tiempo en cartera. Redujimos mucho la posición cuando subió hacia los 4 euros

por acción y hemos ido recomprando al caer hasta los 3,5 actuales. Es una compañía excelente y a buen precio. Algo aburrida pero creemos que adecuada para un primer trimestre donde no queremos precipitarnos y echar las campanas al vuelo demasiado pronto, por lo que estos valores tranquilos juegan un papel importante en la cartera.

El próximo 16 de enero, el fondo cumplirá cinco años. Aún arrastramos los efectos de las caídas provocadas por la aparición del Covid-19 en marzo de 2.020, que provocaron caídas brutales en el mercado. En aquel momento, teníamos una exposición moderada a bolsa con abundantes coberturas. El problema fue que estaban concentradas en los índices americanos, especialmente en el Nasdaq. No supimos ver que muchas empresas tecnológicas se beneficiarían de lo que vendría justo después. Trabajo desde casa, mayor consumo de televisión vía plataformas, comercio electrónico, etc. Todo ello unido al programa de estímulo sin precedentes mediante el que los gobiernos inyectaron trillones de dólares a la economía, que acabaron en gran parte en el mercado de valores, provocó que sufriendo mucho. Las coberturas no solo no mitigaron la caída si no que luego nos hicieron daño en la recuperación. Fue un error que nos costó un gran disgusto y nos dio una valiosa lección. Los últimos dos años han sido mucho mejores, especialmente este último, y ya hemos neutralizado el daño que sufrimos y regresado a la casilla de salida. Además, afortunadamente gran número de partícipes entraron en el fondo a precios muy deprimidos y obtienen ahora una notable rentabilidad. Para el futuro inmediato somos optimistas. El mundo sigue hecho un desastre y hay mil problemas e incertidumbres acechando. Ya hemos comentado que probablemente estemos ante una etapa distinta de la vivida los últimos años, donde las acciones de las gigantes tecnológicas eran un agujero negro que absorbía todo el dinero del planeta propulsando así su cotización y la de los principales índices americanos hasta la estratosfera. Tenemos claro que el crecimiento del PIB mundial tampoco va a ser el experimentado en la última década, quedando en tasas sensiblemente menores. Pero, aun así, hay multitud de compañías cotizando a unos precios muy interesantes. Y este punto es de capital importancia, hasta el punto de neutralizar la parte negativa antes mencionada. Nuestra cartera nos parece que ahora mismo tiene mayor potencial que nunca y que mucho se tienen que torcer las cosas para que no tenga buen desempeño durante bastante tiempo. Hemos elaborado el siguiente cuadro con la foto de nuestras diez mayores posiciones en la actualidad. Son empresas bastante heterogéneas y su peso en el fondo irá experimentando variaciones en función de su cotización, pero sirven para hacerse una idea del mensaje que queremos transmitir. Los datos que aparecen son los precios que tenían cuando lanzamos el fondo y los precios actuales. A continuación, lo mismo para los beneficios por acción y los múltiplos y finalmente lo que tendrían que subir los precios de las acciones para simplemente cotizar igual que lo hacían entonces respecto a sus beneficios. En ningún caso significa que lo vayan a hacer, ojalá, pero tampoco haría falta. Lo interesante es que sirva para coger un poco de perspectiva y no dejarnos llevar por las emociones del día a día.

	Cotización 16/01/18	Cotización cierre 2022	Diferencia de precio	BPA 2017	BPA 2022	Diferencia BPA	Múltiplo 2017	Múltiplo Actual	Revalorización hasta múltiplo 2017
Global	4,59	3,59	-21,79%	0,17	0,26	52,94%	27	13,81	95,54%
Miquel y CIE	16,59	11,7	-29,48%	0,82	0,8	-2,44%	20,23	14,63	38,34%
Grifols B	22,93	24,58	7,20%	1,44	2,48	72,22%	15,92	9,91	60,66%
Fresenius	20,3	7,83	-61,43%	0,84	0,5	-40,48%	24,17	15,66	54,32%
Alibaba	65,4	26,25	-59,86%	2,78	3,09	11,15%	23,53	8,50	176,92%
Rubis	188	88,09	-53,14%	3,39	7,1	109,44%	55,46	12,41	346,98%
Mondadori	58,45	24,6	-57,91%	2,79	3,1	11,11%	20,95	7,94	164,00%
Elecnor	2,285	1,808	-20,88%	0,07	0,21	200,00%	32,64	8,61	279,15%
Catalana	13,16	10,6	-19,45%	0,71	1,24	74,65%	18,54	8,55	116,83%
	38,7	29,55	-23,64%	2,71	4,03	48,71%	14,28	7,33	94,76%

En el cuadro se observa que hay dos compañías donde su beneficio por acción del año 2.022 es inferior al de 2.017, **Miquel y Costas** y **Grifols**. Nótese que las compañías aún no han hecho públicos los datos definitivos del año y por tanto son estimaciones, pero creemos que no nos alejaremos mucho del número definitivo. Aunque el caso de Miquel es testimonial, apenas unos céntimos, cabe destacar que es un dato engañoso. Los tres últimos ejercicios completos Miquel y Costas ganó 0.93, 1.06 y 1.30 por acción. Este

año ha sufrido porque en la segunda mitad ha sufrido un importante incremento en los costes que no traslada a los clientes hasta el comienzo de 2.023. Si hubiésemos hecho una media de, por ejemplo, los últimos cuatro ejercicios la cifra mostraría que la compañía hoy va mucho mejor que en enero de 2.018. El caso de Grifols es parecido. La pandemia les hizo polvo, puesto que dificultó y encareció muchísimo la recolección de plasma, la materia prima para su negocio. Además, venía justo de adquirir Biotest asumiendo una deuda muy importante, lo que ha disparado sus costes financieros. En 2.018 y 2.019 ganó más que en 2.017 (0.85 y 0.93, respectivamente) y ya está otra vez en la senda de crecimiento. El consenso de mercado ya espera que este año recupere prácticamente la totalidad del beneficio de 2.017 y que en 2.026 esa cifra se doble.

Aprovechamos para desearle un feliz año 2.023 y agradecerles una vez más su confianza.

Un cordial saludo.



Daniel Varela Sánchez