

Attitude.

A photograph of a mountain peak with colorful prayer flags in the foreground. The flags are in shades of yellow, red, green, and blue, and are strung together, hanging from the top left towards the bottom right. The mountain peak is in the background, partially covered in snow, under a clear blue sky.

Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Junio 2022

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

Tras un primer trimestre negativo para los mercados financieros, el segundo ha sido un auténtico drama. Los principales índices bursátiles cierran con abultadas pérdidas, alcanzando el 22.47% en el Nasdaq 100, el 16.45% en el SP500 o el 11,47% en el Eurostoxx 50. Con estas caídas, la pérdida del principal índice, el SP500, alcanza el 20.58% en lo que llevamos de año. Es el peor dato desde el año 1.970, lo que nos da una idea sobre la gravedad del asunto. Por si esto fuese poco, el mercado de renta fija ha sufrido también lo suyo. El bono a 10 años alemán ha perdido alrededor del 7% y el español al mismo plazo sobre un 9%. Un duro castigo para un activo que se ha vendido erróneamente como producto conservador y que va a poner de los nervios a más de un inversor que desconoce su funcionamiento. A pesar de este contexto tan hostil, el fondo cierra el trimestre con una rentabilidad positiva del 4.42%, lo que nos sitúa en un 6.91% en lo que va de año. Los valores que mayor rentabilidad han aportado son **Prosus**, **CIE** y **Alibaba**. Al hilo de esto, cito de la carta del último trimestre:

*“Por el otro lado, los que nos han hecho más daño son **Prosus**, **Gestamp** y **CIE**. En los tres casos vemos que el motivo del mal comportamiento es transitorio y que son tres compañías que van a capear con éxito la situación actual. Tanto es así, que hemos aprovechado para incrementar la apuesta por ellas y Prosus y CIE han pasado a situarse entre las diez principales posiciones del fondo”*

Vemos como los dos mejores valores han sido los que peor lo hicieron hace solamente un trimestre e insistimos con ello en la importancia de mantener la calma y tener paciencia. El mercado se mueve por impulsos muchas veces irracionales y es peligroso dejarse llevar por ellos, tanto al alza como a la baja. La única herramienta con la que contamos es el análisis objetivo y calmado de cada compañía independientemente de cómo se esté comportando el precio de sus acciones. Dedicar el tiempo a ello es lo que permite mantener la cabeza fría en momentos convulsos como el actual. Conviene recordar que el hombre que no lee no tiene ninguna ventaja sobre el que no sabe leer.

Los valores que más daño nos han hecho han sido **FlatexDegiro**, **Korian** y **Fresenius**. Flatex es una nueva incorporación a la cartera, por lo que la comentaremos a continuación.

Korian es un operador de residencias de la tercera edad líder en Europa. A principios de año saltó un escándalo en la prensa francesa que afecta a uno de sus competidores, Orpea, en el que se alegaban malas prácticas e incluso abusos a algunos pacientes. El sector entero ha sufrido un severo castigo por ello y por el miedo a que esas deleznable prácticas sean algo extendido y común en el sector. Cuando uno invierte en compañías, este tipo de riesgos siempre está presente ya que no siempre los gestores son honestos y actúan de manera ética. Tras meses de investigaciones, auditorías y estudios externos no ha aparecido nada grave en Korian, que continúa operando con normalidad. Es probable que el sector se enfrente a una regulación más férrea y sean sometidos a mayor control por parte de las autoridades. No creo que esto sea necesariamente negativo para el negocio, puesto que Korian está más que preparada para asumir el coste que puedan suponer los posibles nuevos requerimientos y es posible que los operadores más pequeños se vean negativamente afectados y faciliten la concentración dentro del sector. Además, el núcleo de la tesis de inversión que es el inevitable crecimiento de la población anciana en Europa permanece intacto y garantiza un crecimiento secular durante las próximas décadas. A este precio de cotización nos parece una inversión excelente y continuaremos incrementando la posición paulatinamente.

El caso de **Fresenius** es frustrante. Hemos hablado de ella en otras ocasiones puesto que lleva en cartera desde los inicios del fondo, pero por resumir es una compañía dedicada a la salud. Tiene cuatro grandes divisiones: FME (diálisis), Kabi (inyectables y consumibles para hospitales), Vamed (gestión de hospitales propiedad de terceros) y Helios (hospitales, entre ellos la cadena Quirón). Kabi y Helios van muy bien y han comenzado el año incluso por encima de las estimaciones de la compañía y Vamed es irrelevante por su tamaño. La filial de diálisis, que cotiza aparte y de la que la matriz posee solo el 32%, es la que no termina de despegar tras el COVID. El mercado tiene a bien fijarse solo en esta última parte y no muestra interés alguno en la compañía. Es cierto que el balance de Fresenius no es precisamente ejemplar. Tiene una deuda importante, principalmente a raíz de la compra de los hospitales Quirón y en el activo hay demasiados intangibles para nuestro gusto. Esto sería un problema en caso de problemas en el negocio que no permitiesen atender el servicio de la deuda, eso es indudable. Pero la realidad es que el negocio marcha bien. Un año tan duro como 2.021, donde el COVID hizo mucho daño, Fresenius ganó 2,52 euros por acción. Cotizando a 28,9 hablamos de un ratio de menos de 11,5 veces esos beneficios anormalmente bajos. Tomando 3,5 euros por acción, un beneficio prudente, alcanzado ya en 2.019 y muy inferior a las estimaciones del consenso que ofrece Bloomberg, hablamos de un múltiplo de poco más de 8 veces. Algo inaudito para un valor que opera en un sector muy beneficiado por el envejecimiento poblacional al que nos ha tocado enfrentarnos, por lo que seguiremos teniendo paciencia con ella hasta que florezca.

La cartera no ha cambiado mucho durante el trimestre. Destacan entre las compras **FlatexDegiro**, Meta y Viscofan. Hemos vendido la totalidad de nuestras posiciones en **Golar**, **Navigator** y **Verallia**, todas por haber alcanzado nuestros precios objetivos. Han sido tres inversiones muy satisfactorias, especialmente Golar donde la rentabilidad obtenida es de las más altas de la vida del fondo. Las tendremos muy presentes si el mercado sigue cayendo y nos da opción a comprarlas de nuevo a buen precio.

FlatexDegiro es el resultado de la compra del bróker holandés Degiro por parte del alemán Flatex, finalizada en 2020. Tiene tres líneas de negocio, siendo la más importante con mucho el *brokerage* o corretaje online. Tiene más de 2 millones de cuentas de clientes, cifra que viene creciendo a un ritmo espectacular los últimos años. Ellos dividen el mercado en dos partes, países con brokers online desarrollados y países que llama subdesarrollados en este aspecto. Entre los primeros están Reino Unido, Suecia, Holanda o Noruega y en el segundo destacan Alemania, Austria, Francia o España. Existe un diferencial enorme entre ambos grupos en cuanto a usuarios. En el primero un 35% de la población objetivo tiene un bróker online mientras que en el segundo esa cifra se queda en un 8%. Dado que es un grupo que comprende unos 285 millones de posibles usuarios, si esa diferencia porcentual tan grande se igualase, supondría pasar de los 23 millones actuales a 100 millones de usuarios. A día de hoy, la cuota de mercado de Flatex en los mercados subdesarrollados es del 5% con lo que si la mantuviese (actualmente dicha cuota va en aumento y la directiva habla de poder llegar hasta el 10%), aumentaría sus clientes en casi 4 millones, triplicando así la cifra actual. No vale la pena caer en el famoso cuento de la lechera, pero parece que la oportunidad está ahí. Nos gusta también que los fundadores de Flatex y Degiro siguen siendo accionistas de referencia en la compañía, controlando prácticamente un tercio de las acciones en circulación. Hemos empezado en ella con mal pie porque, aunque comenzamos a comprar cuando ya llevaba una caída notable, el mercado ha seguido castigando el valor hasta niveles absurdos. Desde los 9 euros actuales, vemos potencial para al menos doblar la inversión.

Hace solo un año nos parecía imposible, pero hemos incorporado a la cartera **Meta Platforms**, la artista antes conocida como Facebook. Es una compañía de sobra conocida y cuyos productos usamos todos (muchos de nosotros por obligación) de una manera u otra. Los últimos años ha sido una de las niñas mimadas del mercado, que siempre ha pagado por ella un precio que nos resultaba difícil de digerir puesto que al menor traspie nos exponíamos a un severo castigo, como así ha ocurrido. A finales del verano pasado cotizaba sobre los 385\$ y hoy se cambia sobre los 160. El mercado, como tantas veces hace, ha pasado de ver todo de color rosa a ver solo el negro demostrando que como en la vida, del amor al odio solo hay un paso. Los motivos esgrimidos han sido una

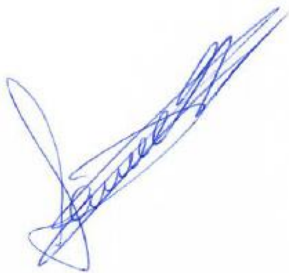
ralentización del crecimiento de sus ingresos, el miedo al efecto que pueden tener los últimos cambios de la política de Apple y Google a la hora de intercambiar datos con terceros, la amenaza que supone *TikTok* y las dudas acerca de su apuesta por el famoso *Metaverso*. Honestamente, Meta es una compañía compleja y que opera en un sector que está en una tremenda evolución de manera constante, por lo que el conocimiento o la tranquilidad que se puede tener sobre ella no son de los más altos. Lo que la experiencia nos ha enseñado es que lo más importante a la hora de determinar la rentabilidad de una inversión es su precio de adquisición y aquí sí que estamos razonablemente cómodos. Meta no necesita crecer al ritmo que lo ha hecho para que ganemos dinero con sus acciones. Basta con que sus cifras no se deterioren en demasía y creemos que es difícil que eso ocurra de manera continuada en el tiempo. A cierre de 2021, ingresó 118.000 millones de dólares y ganó casi 40.000, lo que supuso más de 13\$ por acción. Adicionalmente, tiene en caja 40.000 de los 435.000 que capitaliza. Entendemos que con la recesión que claramente se avecina, esos ingresos pueden verse reducidos al bajar el gasto publicitario de las empresas, pero vemos que la mayor parte de ese recorte se verá en otros medios antes que en la publicidad online y que la compañía va a poder contener los costes enormemente al no necesitar la cantidad de recursos que ha dedicado hasta ahora al crecimiento. Como margen de seguridad adicional vemos Whatsapp, propiedad de Meta desde 2014 y que la compañía aún no monetiza. ¿Cuánto vale el servicio líder indiscutible en la comunicación entre teléfonos móviles? Whatsapp está presente en 2.000 millones de teléfonos alrededor del mundo. Simplemente con una cuota simbólica de 10\$ al año ya hablamos de 20.000 millones de ingresos que irían íntegros a beneficios. En cualquier caso y por esa complejidad comentada anteriormente, no es el paradigma de empresa que nos permita estar tan cómodos como nos gusta, por lo que su peso se mantendrá contenido dentro de la cartera.

Viscofan es una compañía que nos encanta y encaja a la perfección con la filosofía del fondo. Su flojo comportamiento en los últimos meses nos ha permitido por fin comprarla. Es el líder mundial en la poco glamourosa tarea de fabricar envolturas para productos cárnicos, ya sean salchichas, embutidos, etc. Nos gusta tanto por varios motivos, como operar en un mercado con muy pocos participantes, ser muy eficiente en costes y vender un producto de calidad que supone un coste muy pequeño sobre el precio final del producto. La envoltura de una salchicha cuesta alrededor del 1% de su precio de venta, por lo que el fabricante y cliente de Viscofan, tiene poco incentivo a cambiar de proveedor en busca de un ahorro que siempre conlleva ciertos riesgos. Este conjunto de factores otorga a la compañía un notable poder de fijación de precios, cosa que en un contexto de inflación elevada como el actual es especialmente importante. Creemos que será capaz de repercutir al cliente buena parte del incremento de costes necesarios para

su proceso productivo. Comparte cualidades con otras compañías como Miquel y Costas o Corticeira Amorim, que aportan una tranquilidad a la cartera que es impagable en estos tiempos por lo que le auguramos una larga estancia con nosotros.

El panorama macroeconómico es ciertamente complicado. Ahora mismo tenemos en Estados Unidos, principal potencia económica mundial, Un PIB con crecimiento negativo, un mercado bursátil bajista (por haber caído más de un 20% desde sus máximos), inflación desbocada, 130% de deuda sobre PIB y la FED subiendo tipos. Nadie ha presenciado nunca algo así. En este contexto no es de extrañar que el mercado se muestre nervioso, desquiciado diría yo, y que reaccione de manera exagerada ante cualquier evento o noticia. Tal vez sea culpa de la tecnología que nos rodea y que nos ha acostumbrado a que todo en nuestras vidas se oriente al corto plazo y se consiga sin esfuerzo y con unos pocos clics. Todo ha de ser instantáneo, ya sea el acceso a la información o a nuestra serie favorita. Esa obsesión por la inmediatez no suele ser buena compañera y muchas veces fijarnos solo en el aquí y ahora nos hace perder oportunidades que no se presentan a menudo en la vida. Creemos que dedicar tiempo a analizar con calma la información que tenemos y que va surgiendo es imprescindible para llegar a buen puerto. Como dice Rodrigo Cortés, las noticias están mejor de un día para otro.

Muchas gracias por su confianza.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Daniel Varela', with a large, stylized flourish extending upwards and to the right.

Daniel Varela