

Carta trimestral de diciembre 2020

Barcelona, 25 de enero de 2020

Japan Deep Value Fund, FI ha cerrado el trimestre con un valor liquidativo de **14,9598** euros/participación, lo que supone una rentabilidad trimestral del **+15,15%** y una acumulada en el año del **+1,40%**. Desde inicio, el fondo acumula una rentabilidad del **+50,32%** con una volatilidad diaria anualizada de solo el +13,32%.

Impacto sanitario y económico del Covid en Asia

Los países asiáticos en general y Japón en particular se han visto mucho menos impactados a nivel sanitario y económico por el Covid que los países occidentales y Latinoamérica. Según The Economist, de entre los países desarrollados, Japón ha sido el que mejor ha entendido como gestionar la pandemia del Covid con tan solo 18 muertos por cada millón de habitantes, solo algo superior a la ratio china. Alemania sería el segundo mejor con 239 muertes por millón. Tener apenas una tasa de obesidad adulta del 4,2% ayuda, aunque sin duda la mentalidad de la sociedad nipona ha sido el factor clave. Japón tiene una sociedad muy ordenada, muy obediente y especialmente muy respetuosa con el prójimo. En una pandemia estos factores son determinantes y más cuando Japón está geográficamente mucho más al norte y por tanto con un clima continental, lo que favorece la transmisión del Covid. Además, tiene una de las poblaciones más envejecidas lo que resalta su excelente gestión de la pandemia.

Asia es sin duda el continente ganador en el mundo post-Covid. Tan solo China y Vietnam habrán experimentado un crecimiento económico positivo en 2020, dato sin duda extraordinario. La economía japonesa, sin el crecimiento demográfico del resto de países del sudeste asiático, ha aguantado razonablemente bien con una caída de su PNB en torno del -5,6% en 2020, pero con una recuperación estimada del +3,9% en 2021. Japón tiene la ventaja geográfica de pertenecer al continente más pujante. Un ejemplo, en 2020, China acaba de superar a los Estados Unidos y ya es el mayor comprador de las exportaciones japonesas, con un 20% del total. Cuanto mayor sea el crecimiento en sus vecinos, mayores serán las exportaciones niponas, sus ingresos por turismo o las inversiones recibidas.



Este menor impacto de la pandemia se ha visto reflejado en el comportamiento de los mercados financieros asiáticos. La bolsa china y la japonesa cayeron menos que las occidentales y empezaron a recuperarse antes. A partir de noviembre, al publicarse la aprobación de las primeras vacunas en Estados Unidos, la bolsa japonesa empezó una clara tendencia alcista sin descanso, aunque esta vez fue muy concentrada en los grandes valores del Nikkei 225, con una menor incidencia en las empresas del TOPIX (índice de unas 1000 empresas) y especialmente en las pequeñas compañías. Estos movimientos reflejan la entrada de inversores institucionales extranjeros que suelen usar el índice Nikkei. En el conjunto del año 2020, para un inversor europeo, el índice Nikkei se revalorizó un +11,65%, el Topix un +0,9% y el Topix Small Caps un -5,86%.

Inversores legendarios iniciando compras en Japón

A principios de 2019, la cúpula de KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co), con dos de sus fundadores a la cabeza visitaron Japón para anunciar que era su mayor prioridad en futuras inversiones. De hecho, lo compararon con la situación norteamericana en los años 80 y 90, cuando ellos lideraron grandes operaciones corporativas que fueron probablemente el nacimiento de la poderosa industria del Private Equity o capital riesgo que hoy conocemos. Según el periódico Nikkei, el propio Henry Kravis, ha estado muy activo y habría realizado en 2020 repetidos viajes a Japón, incluso durante el Covid, analizando oportunidades.

En septiembre de 2019, Michael Burry concedió a Bloomberg una de sus escasas entrevistas explicando que había empezado a invertir en pequeñas compañías cotizadas japonesas, describiéndolas como el activo más atractivo a nivel global. En marzo del año pasado se supo que había aumentado posiciones en tres de ellas. Burry argumenta que ve un cambio en la mentalidad japonesa, especialmente en los casos de compañías familiares con problemas de sucesión y que estarían más abiertos a operaciones corporativas.

El pasado 30 de agosto de 2020 fue Warren Buffett quien comunicó que, por primera vez en toda su extensa carrera, había iniciado inversiones en la bolsa del país del sol naciente. **Berkshire** había estado comprando acciones de cinco de las compañías "Sogo Shosha", las de más influencia en los negocios en Japón. En una nota pública, Buffett se implicó personalmente en estas adquisiciones y afirmó que era tan solo el



inicio y que su inversión era no activista y a largo plazo. La inversión de **Berkshire** es sin duda una clara apuesta por la economía y el mercado japonés. Las "Sogo Shosha", o casas de trading, que en algunos casos son descendientes de los Samuráis, son las que llevan más de un siglo canalizando las importaciones niponas de metales, materias primas, energía y alimentación.

Apollo Global, el fondo de capital riesgo (Private Equity) norteamericano fundado por Leon Black, ha seguido los pasos de KKR y Carlyle creando un fondo para invertir en compañías japonesas. En 2019 ficharon a un ejecutivo japonés para liderarlo. En los últimos días de diciembre anunciaron que en breve conoceríamos su primera inversión.

También desde el gigante Blackstone, y según el responsable del área de Private Equity, Japón le recuerda a Alemania en el año 2000 cuando Gerhard Schroeder, el entonces canciller alemán, promovió una mejora en el gobierno corporativo y una reducción en las participaciones cruzadas entre los principales grupos empresariales alemanes. Justo uno de los aspectos a mejorar en el gobierno corporativo de muchas compañías japonesas. Aunque esta práctica refuerza los lazos entre clientes y proveedores, lo cual es muy positivo, son un freno a los cambios empresariales y a una mejor remuneración al accionista. **El mercado nipón parece actuar como un imán que va atrayendo a grandes inversores.**

Lo más positivo de 2020, es que los índices bursátiles nipones han acabado el año en sus cotizaciones máximas, a pesar de que los inversores extranjeros han sido vendedores netos. Solo a partir de noviembre, con la aprobación de las vacunas, esta tendencia empezó a cambiar, aunque no compensan las salidas netas previas.

Japón sigue siendo una de las sociedades más ahorradoras del mundo, cuyas familias mantienen un gran porcentaje en liquidez, aunque sea con un rendimiento del 0%. Este dato junto a la baja inversión en bolsa de otras instituciones financieras como las aseguradoras o fondos, podrían suponer nuevos flujos de entrada en la bolsa japonesa en el futuro.



Análisis del porcentaje en liquidez de los ahorradores por países (estudio de Schroders, con datos del Bank of Japan). En Japón mantienen aún la mitad de todos sus ahorros en cash.

Tras la entrada del nuevo primer ministro japonés **Yoshihide Suga**, sin duda con un perfil menos carismático que Abe, hemos visto ya algunos cambios relevantes. La ley japonesa que regula el sector de la abogacía prácticamente impedía que cualquier extranjero pudiese ser socio con los mismos derechos que uno nipón. Una nueva normativa aplicada a partir del uno de enero de 2021 ya ha permitido registrar oficialmente la entrada de cuatro socios extranjeros en la firma Anderson, Mori & Tomotsune, uno de los cuatro despachos más activos en fusiones y adquisiciones. Progresivamente, los inversores extranjeros ya no tendrán la gran barrera cultural del pasado.

En septiembre, Taro Kono, el nuevo ministro para las reformas regulatorias y administrativas declaró que iniciaba una cruzada contra el uso obligatorio de los sellos "hanko" a través de los que se autentifican sus documentos y contratos. Esta tradición milenaria, sustituta de la firma en los países occidentales, complicaba el proceso de digitalización en Japón. Aunque pueda parecer una noticia menor a ojos occidentales, ayudará a modernizar y especialmente a agilizar todos los procesos públicos y privados. El grupo Hitachi ha comunicado que dejaría de aplicarlo completamente en todos sus procesos en el año fiscal 2021.



fotografía de un “hanko” japonés.

Evolución y cambios en nuestra cartera

A cierre de 2020 es el momento de hacer un repaso del comportamiento de Japan Deep Value desde sus inicios a mitad de agosto de 2016 a un valor liquidativo algo inferior a los 10 euros por participación. Con un valor actual cercano a los 15 Euros por participación supone una rentabilidad acumulada del +50% en cuatro años y unos meses de vida. Como la generación de beneficios y de flujos de caja de estas compañías han continuado mejorando desde 2016, la valoración actual no es tan superior a la de entonces. Cuando lanzamos el fondo cotizaban a un múltiplo o ratio de solo 3 veces/años su flujo de caja libre normalizado. En promedio, la ratio actual se sitúa en torno a las cinco veces/años. El índice S&P 500 a noviembre, es decir, antes de la entrada de Tesla, cotizaba a una ratio de 48,8 veces/años. Si tenemos en cuenta que Tesla cotiza a un PER o múltiplo claramente superior a 1000 veces/años sus beneficios, sumado a la revalorización de la bolsa americana en diciembre, podemos afirmar que la valoración actual del S&P 500 debe ser superior a los 50 años de múltiplo.

Hemos realizado muy pocos cambios en nuestra cartera en este último trimestre. A finales de año redujimos nuestra inversión en **Hirano Tecseed**. Tras la fuerte revalorización en sus cotizaciones nos pondera en torno al 5% de nuestro patrimonio, siendo nuestra mayor posición.



Hemos reducido posiciones en septiembre en **Tohokushinsha Film Corp.**, en octubre en **I-mobile** y hemos completado la venta de nuestras acciones de **Uluru Co**, la única acción que sale de la cartera en el trimestre. Ya explicamos en nuestra [última carta](#) que la compañía ha tenido una fuerte revalorización de los 1000 a los 3000 yenes, aunque no le han acompañado los resultados empresariales presentes ni los estimados por la propia compañía en 2021. Hemos obtenido una muy buena plusvalía con esta operación y preferimos reinvertir en otras empresas con mejores perspectivas y valoración.

Aumentamos posiciones en **Medikit**, la empresa de material médico para diálisis. No pensábamos que el mercado nos daría una nueva oportunidad en una empresa de esta calidad, por lo que aprovechamos en noviembre para aumentar nuestra posición por encima del 1%.

En **Tabikobo Co.**, tras la recaída de sus cotizaciones de finales de año, hemos incrementado también posiciones. Al ser nuestra única posición en cartera en el sector de turismo, la segunda oleada de Covid ha puesto nerviosos a algunos inversores, lo que nos ha permitido comprar más acciones a una excelente valoración a medio plazo si normalizamos sus beneficios estimados.

En octubre continuamos incrementando nuestra posición en **Ajis**, empresa de logística para supermercados que crece al +5% anual, que cotiza a un múltiplo de solo 5 años valor de empresa/flujo de caja libre y con un ROIC creciente por encima del 30%. La logística es un sector cada vez más estratégico y **Ajis** ya acumula cinco años de crecimiento ininterrumpido de su generación de flujo de caja neto.

A pesar de la revalorización de Japan Deep Value desde inicio, aun no se ha producido el gran movimiento de realineación en las valoraciones de estas pequeñas empresas con los estándares internacionales, el verdadero motivo por el que decidimos crear el fondo en su día.

Atentamente,

Marc Garrigasait Colomés – Gestor de inversiones