

Attitude.

Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Septiembre 2022

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

Concluye el tercer trimestre con los mercados sumidos en una fase de volatilidad frenética y tras dos semanas de violentas caídas. Es alucinante lo que ha cambiado el panorama en solo quince días. De hablar de unos mercados en relativa calma, a tener que comentar que ya por todas partes se hacen paralelismos con el año 2.008 y que parece que el apocalipsis se acerca. Y todo ello en unas pocas sesiones y una vez más, motivado por los bancos centrales. A mediados de septiembre, martes y trece para más señas, se publicó el dato de inflación americana marcando 0,2% más de lo que el mercado esperaba. Esa pequeña diferencia sirvió para desencadenar uno de los días de mayores caídas que yo recuerdo en el Nasdaq, que se dejó en esa sesión más de un 5,5%. El discurso de la FED se ha endurecido notablemente y hablan de combatir la inflación subiendo los tipos de interés por mucho dolor que eso genere a la economía. De sus palabras una cosa tengo clara y otra no tanto. Claro es que el daño a la economía, tremendamente endeudada y adicta a la financiación casi gratuita, puede ser tremendo y en efecto muy doloroso. Mis dudas son sobre tratar de combatir una inflación que claramente se ha ocasionado por problemas en la oferta, especialmente en la energía, tratando de destruir la demanda. Probablemente sea peor el remedio que la enfermedad.

El fondo cierra el trimestre con una pérdida de 3.75%, lo que sitúa el año en una rentabilidad positiva de 2.86%. Aunque es muy buen resultado para un año donde los principales índices caen por encima del 20% e incluso los fondos de perfil conservador e invertidos en renta fija presentan acusadas pérdidas, es una pena el daño que nos ha hecho el pánico de los últimos días. Nuestra exposición a bolsa es elevada, porque consideramos que la calidad de las empresas que componen la cartera no justifica en absoluto el castigo que han experimentado sus cotizaciones. No significa que pensemos que el mercado en su conjunto esté barato, estas caídas lo que han hecho es purgar parte de los notables excesos que hemos comentado en otras ocasiones, especialmente en las acciones de crecimiento americanas. Cuando viene un pánico de este calibre, se vende todo sin mirar y pagan justos por pecadores. Entendemos que es parte del juego y que en este contexto de turbulencias, dudas y miedos es cuando aparecen las mejores oportunidades. Para poder aprovecharlas, creemos que es vital una buena selección de compañías y no buscar solo entre aquellas que han caído mucho solo porque puedan tener un rebote fuerte, porque muchas seguramente no sobrevivan. Hace tan solo unos meses el mercado veía la vida en rosa, un panorama maravilloso con tipos bajos para siempre y no se planteaba lo peligroso que era haber creado trillones de dólares de la nada. Hoy se actúa como si la inflación y los altos precios de la energía fuesen a ser eternos. El tiempo demostrará que ninguno de los dos escenarios era cierto. Esperemos que este shock al menos sirva para, de aquí en adelante, tener políticas monetarias más cuidadosas y quitarnos de la cabeza la infantil idea de crear dinero de la nada sin consecuencias.

Mención especial merece el tema energético, raíz de gran parte de los males que nos azotan. Deseando como el que más una transición energética hacia fuentes de energía renovables, lo que estamos presenciando me parece un disparate mayúsculo. Es incomprensible la urgencia que nos transmiten para llevar a cabo un proceso que necesitaría décadas para efectuarse. Y todo por un miedo a un cambio

climático que nadie puede demostrar y menos aún identificar sus causas. Vivimos en una esfera de 12.000 kilómetros de diámetro que gira a una velocidad de 30 kilómetros por segundo alrededor de una enorme bola de fuego que es el sol y resulta que el problema es que el CO2 en la atmósfera ha pasado de 278 (niveles preindustriales) a 419 partes por millón. No me extraña que nunca digan cuantas partículas de CO2 aspiran a reducir y cuántos grados centígrados pretenden bajar la temperatura con sus ruinosas medidas, porque no tendrían donde esconderse. Nunca en la historia se ha hecho una transición energética hacia una fuente de energía menos densa que la anterior. Valga como ejemplo que un kilo de gasolina guarda 12.2 kWh mientras que un kilo de baterías de litio ordinarias almacena 0.14 kWh. Obviamente las baterías irán mejorando, pero no de un día para otro. Y entre tanto nos toca aguantar que los mismos que quieren que en Europa en el año 2.035 solo se matriculen coches y camiones eléctricos te digan que apagues los escaparates por la noche porque no hay energía para todo. Por si esto fuera poco, Alemania está importando carbón de Sudáfrica. Resulta irónico que hace tan solo un año Alemania diese unos 800 millones de euros a Sudáfrica como parte de un acuerdo para que Sudáfrica dejase de usar carbón. Más nos vale que el invierno sea suave.

Los valores que mayor rentabilidad nos han aportado son **Yellow Cake, Renault y Pinterest**. En el lado opuesto se sitúan **Fresenius, Grifols y Dominion**. Durante el trimestre hemos comprado **Hellofresh y Aperam** y hemos vendido **Yellow Cake, Viscofan, BMW, Academy Sports & Outdoors y LDC**. Las ventas se producen dentro de un plan para concentrar algo más la cartera, ya que ahora mismo vemos oportunidades muy claras y creemos que resulta más interesante reducir el número de posiciones para poner el foco en las mejores ideas. **Yellow Cake** ha vuelto a darnos alegrías incluso cuando el mercado ha caído fuerte y es, de lejos, el valor que más ha aportado al fondo desde su lanzamiento. **Viscofan** se incorporó recientemente al fondo y la idea era tenerla en cartera mucho tiempo, pero su comportamiento respecto al mercado ha sido tan bueno que se quedaba con poco potencial frente al resto de posiciones. Que todos los males sean esos. Tenemos suficiente exposición al sector autos y por ello hemos decidido vender **BMW**. Seguimos viendo la compañía muy interesante y mantenemos posición vía opciones, que nos obligarían a comprar en caso de que la cotización bajase bastante desde el precio al que vendimos. **Academy** ha tenido un comportamiento excelente y ha alcanzado una valoración donde se hace difícil de mantener viendo lo baratas que siguen muchas acciones alternativas. **LDC** sigue siendo una buena empresa a un precio muy atractivo y la hemos vendido porque es demasiado ilíquida y con el tamaño actual del fondo se hace complicada de gestionar. Lo mismo estamos haciendo este trimestre con otras compañías que tenemos en cartera y que presentan la misma problemática.

Aperam es una vieja conocida nuestra que, dadas las caídas que ha experimentado, hemos vuelto a incorporar a la cartera. Es una compañía dedicada a la fabricación de acero inoxidable que nace en 2.010 como una escisión del gigante Arcelor Mittal. La propia familia Mittal es el principal accionista y está al frente de la compañía. Tras la traumática experiencia vivida durante la crisis de 2.008, aprendieron la lección y son muy escrupulosos con la deuda y los riesgos asumidos por lo que a día de hoy el balance de Aperam es sólido como una roca. La compañía opera en un entorno difícil por los altos precios de la energía y el panorama macroeconómico, pero estamos convencidos de que será una de las compañías ganadoras. Hemos comprado sus acciones alrededor de 25 euros y aprovecharíamos si hubiese caídas adicionales para ir incrementando paulatinamente la posición.

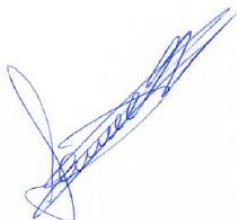
Hellofresh es la incorporación más importante del trimestre. Es una compañía interesantísima y sobre la que podríamos escribir múltiples páginas. No solo sobre la compañía en sí si no sobre la evolución de

su cotización, que es un ejemplo muy claro de las locuras que vemos a diario en los mercados. Trataremos de resumirlo lo más posible. Por la parte de la cotización, valga decir que cerró el año 2.019 (antes del COVID, cuando el mundo aún no había perdido el norte) en 19 euros por acción, que en 2.021 llegó a cruzarse a 97,5 y que mientras escribo estas líneas cotiza a 22 euros. Sobra decir que cuando subía y subía todo el mundo la recomendaba y que hoy nadie quiere saber nada de ella. Hasta aquí la parte del precio de las acciones. ¿Y qué ha hecho la compañía desde entonces? Pues como se suele decir, sacarla del estadio. A cierre de 2.019 facturó 1.800 millones de euros, a cierre de 2.021 alcanzó los 6.000 y para el año en curso van a cerrar sobre los 7.500, que se dice pronto. Se trata de una compañía alemana cuya principal línea de negocio consiste en vender paquetes de comida para cocinar en casa. La empresa se fundó en Berlín en 2.011, un año después ya estaba en Reino Unido, Holanda, Austria y Australia y en 2.013 entró en Estados Unidos, su principal mercado en la actualidad. Desde entonces ha ido creciendo orgánicamente y mediante varias adquisiciones hasta convertirse en el líder indiscutible en su categoría. En Estados Unidos su cuota de mercado ronda el 50% y en otros países se eleva hasta el 90%. La compañía declaró a finales de 2.020 que el mercado potencial de los países en los que opera alcanza los 143 millones de usuarios. Actualmente tiene unos 8 millones de usuarios lo que supone una penetración de mercado de poco más del 5%. Y eso sin contar los países en los que aún no opera. Según la web USA Today 10Best, HelloFresh ocupa el primer lugar en el ranking de las diez mejores compañías de comida a domicilio. Lleva los últimos tres años en lo alto del ranking y en 2.021 le siguen Every Plate, Factor, Green Chef y Blue Apron. Las cuatro primeras posiciones son parte del grupo HelloFresh. La compañía tiene una posición de caja neta positiva (tiene más dinero en caja y equivalentes que el importe de la deuda) y vemos una clara alineación entre los intereses de accionistas y directivos. Los fundadores, Dominik Richter y Thomas Griesel, siguen al frente de la compañía. Poseen aproximadamente 200 millones de euros en acciones a los deprimidos precios actuales y su salario anual conjunto es apenas el 1% de esa cifra. Claramente su suerte será la nuestra. La principal duda para el mercado es cuánto del crecimiento de HelloFresh durante los dos últimos años ha sido por el COVID y sobre todo qué va a ocurrir en una situación post pandemia. Parece lógico pensar que se tiene que notar la vuelta a la normalidad, pero veamos un dato. Si comparamos el segundo trimestre de 2.020, el período con más confinamientos, contra el segundo trimestre de 2.021, donde ya había una importante relajación, vemos que la diferencia no es tanta. La media de pedidos por cliente pasó de 4,3 a 4. Esa reducción del 7%, no nos parece preocupante y más teniendo en cuenta que en el segundo trimestre de 2.022 la cifra se ha mantenido en 4,03 y no se ha apreciado un descenso adicional, incluso ha mejorado algo en Estados Unidos. A corto plazo los márgenes van a sufrir por las subidas de costes que la compañía ha decidido no trasladar aún a sus clientes para no frenar su rápida captación, pero entendemos que es algo temporal y que la estrategia dará sus frutos.

Cuando creamos el fondo, lo hicimos dotándole de capacidad para operar en casi cualquier mercado y tipo de activo. En aquel momento, la renta fija no ofrecía ningún atractivo. Ni por el nivel de tipos de interés ni por los diferenciales de crédito que pagaban las compañías por financiarse. Hoy eso ha cambiado bastante. Las subidas de tipos y el stress que vemos en el mercado van creando oportunidades que comienzan a ser interesantes. De momento nos parece un poco pronto y aún no hemos tomado posiciones en bonos por lo que nos limitamos a seguir la evolución de varios emisores que nos gustan. Si la tendencia actual continúa, es probable que pasemos a la acción. Entre tanto, continuamos navegando por un mercado muy complicado y con mil problemas encima. Sin embargo, y por primera vez en años, tenemos una visión más constructiva por las bajas valoraciones de los negocios que tenemos en cartera. Evidentemente, si baja la marea lo hacen todos los barcos, pero nuestra visión

siempre se ha orientado al largo plazo y creemos que tenemos la posibilidad de obtener rentabilidades muy interesantes para los próximos años. Y además sin necesidad de buscar malos negocios o valores especulativos que, con la enorme incertidumbre que hay por todas partes, pueden dar un disgusto serio. Veremos qué tal se desarrolla el último trimestre y si se van despejando algunas de las numerosas dudas que nos torturan y que ya no nos permiten ni saber qué traerán este año los reyes magos a los niños malos. Porque carbón a estos precios seguro que no.

Gracias por su confianza.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Daniel Varela', written in a cursive style.

Daniel Varela