

Attitude.

Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Marzo 2023

Attitude Gestión S.G.I.I.C, S.A.
Calle de Orense 68 – planta 11
28006 (Madrid)
www.attitudegestion.com
T: 915 625 536

Concluye el primer trimestre del año, que ha vuelto a ser movidito para variar. Enero y febrero fueron meses donde las bolsas subieron con mucha fuerza, haciendo gala de un optimismo difícil de justificar. Durante las primeras tres semanas de marzo hemos vivido lo que los telediarios han llamado “la crisis bancaria”, que nos deja con la bancarrota de **Silicon Valley Bank** y con **Credit Suisse** en manos de **UBS**. También nos ha traído, lógicamente, fuertes caídas en las bolsas de alrededor del 10% en los principales índices. Ante la nueva inyección de dinero de la Reserva Federal, durante la última semana de marzo el mercado ha recuperado posiciones con bastante fuerza. La bolsa siempre está encantada con este tipo de medidas monetarias expansivas, luego ya habrá tiempo de culpar a Putin de la inflación.

El fondo termina el trimestre ganando un **5.94%**. Los valores que mayor rentabilidad han aportado son **Meta Platforms, Spotify y Technip Energies**. Los que peor nos han ido han sido **Korian, Grifols y FAES**.

En la carta de hace dos trimestres comentaba que empezaban a aparecer oportunidades interesantes en renta fija y que veíamos cercano el día de posicionarnos en ella por primera vez en la vida del fondo. Ese día ha llegado. Durante el trimestre, hemos ido construyendo una posición en el bono de **International Petroleum**. Y digo el bono porque es el único que tiene. Vence el 1 de febrero de 2027, está emitido en dólares y tiene un cupón del 7,25%. Conozco bien la compañía puesto que hemos sido accionistas entre 2018 y 2022 con excelente resultado, dicho sea de paso. Hemos adquirido el bono alrededor del 96% del precio nominal y hemos cubierto el riesgo de tipo de cambio. La rentabilidad anual que nos va a quedar a vencimiento en euros es superior al 6,5%, lo que me parece muy interesante dado el perfil de la compañía. Solamente tiene este bono emitido y la generación de caja de su negocio da para atenderlo con muchísima tranquilidad. Además, tengo una visión positiva sobre la evolución del precio del petróleo, por lo que si tenemos oportunidad seguiremos comprando en la medida de nuestras posibilidades. De hecho, ya tratamos de hacerlo hace unas semanas, cuando la compañía iba a ampliar la emisión en unos 200 millones de dólares. Lamentablemente, coincidió con los últimos días de vida de **Silicon Valley Bank** y las turbulencias del mercado obligaron a la compañía a paralizar la operación.

Durante el trimestre, hemos continuado concentrando la cartera por lo que hemos vendido mayor número de compañías de las que hemos comprado. Por el lado de las ventas, hemos vendido total o parcialmente acciones de **Technip Energies, Renault, Gestamp, Corticeira Amorim, CIE Automotive y Buzzi Unicem**.

Technip Energies se va con el deber cumplido tras algo más de año y medio en cartera y una rentabilidad excelente. Sale de la cartera por existir mejores oportunidades desde un punto de vista de rentabilidad riesgo, si volviese a precios de 15 euros por acción consideraría la posibilidad de volver a invertir en ella. Las ventas de **Renault, CIE y Gestamp** son por reducir el peso en el sector autos, que ha llegado a ser bastante elevado dado su buen comportamiento. Renault ha sido una venta total por haber subido hasta nuestro precio deseado y seguimos con ella mediante venta de opciones PUT, que nos obligarían a recomprar acciones si cayesen entre un 10 y un 20% desde los niveles actuales. **Gestamp** y **CIE** han sido una reducción de peso, pero ambas siguen siendo posiciones importantes en el fondo. Me parecen de lo mejorcito del sector de componentes y una inversión más interesante que los propios fabricantes de coches. Ambas son muy buen ejemplo de lo que comento muchas veces. Son empresas españolas, pero con la gran mayoría de su negocio alrededor del mundo y sin nada que envidiar a compañías de ningún otro país. **Corticeira** es otro valor que conozco bien y ha estado varias veces en cartera. Por debajo de 9 euros lo compramos y sobre la zona de 10 lo hemos vendido para poder financiar otras inversiones más interesantes. Sigue siendo una compañía que me encanta y que estaré encantado de volver a

incorporar a la cartera si se dan las condiciones de precio adecuadas respecto al resto. **Buzzi Unicem** sale de la cartera tras dos años en ella. Es una cementera muy interesante y ha cumplido muy bien su función, con una rentabilidad de doble dígito incluso atravesando un año tan turbulento como fue 2022.

Por el lado de las compras destacan **Yellow Cake**, **Vistra**, **Semapa**, **Nagarro** y **Catalana Occidente**.

Yellow Cake ya estaba presente en la cartera y lo que hemos hecho es aumentar su peso hasta alcanzar el 5% del fondo, convirtiéndose así en la segunda posición más relevante. Durante el trimestre ha ido aumentando su descuento frente al valor de sus reservas de uranio, lo que unido a una visión positiva en el precio del material me hace ser optimista de cara al futuro.

Vistra es una utility americana que tiene una de las políticas de retribución al accionista más destacables que conozco. Además de una rentabilidad por dividendo superior al 3% anual, que lleva aumentando a doble dígito los últimos años, lleva a cabo un programa de recompra de acciones más que notable. Desde que comenzaron con él, se han hecho con el 20% de las acciones en circulación y de aquí a 2026 tienen para recomprar otros 4.000 millones de dólares. La compañía capitaliza poco más de 9.000 con lo que háganse una idea de lo que eso supone. La compañía dedica anualmente a dividendos un mínimo de 300 millones de dólares, por lo que al haber menos acciones en circulación cada año, la rentabilidad por dividendo subirá muy rápido. Además, la compañía tiene cubierta buena parte del precio de su producción de energía, por lo que hay poco espacio para las sorpresas. Siempre hay riesgos como por ejemplo factores meteorológicos extremos. En 2021 la tormenta invernal Uri costó muchísimo dinero (la compañía habla de 1.600 millones de dólares), pero creo que merece la pena la inversión puesto que el potencial es altísimo. Si no ocurre nada raro, la compañía puede valer más del doble a la vuelta de dos o tres años. Hemos comprado sobre 22,5\$ por acción.

Semapa es una compañía holding que se compone fundamentalmente de 3 activos. Una empresa de tratamiento de residuos, una cementera y la joya de la corona, el 70% de la papelería **Navigator**, que cotiza en la bolsa de Portugal. El precio en bolsa de las acciones de **Navigator** que tiene **Semapa** ronda los 1.700 millones de euros. La cementera y la pequeña compañía de residuos podrían valorarse, teniendo en cuenta su EBITDA, en unos 350 millones de euros. Si restamos los aproximadamente 120 millones de deuda a nivel holding, llegamos a un valor de más de 1.900 millones de euros. Cuando adquirimos las acciones, el valor total de **Semapa** en bolsa era inferior a 1.100 millones por lo que el descuento sobre su valor nos parece muy atractivo. A esto hay que sumarle que el principal accionista de **Semapa**, la familia Queiroz Pereira, dueña de más del 80% de la compañía, ya lanzó una OPA por el resto de las acciones que la mayoría del mercado rechazó. Veo probable que vuelvan a la carga y esta vez ofrezcan un precio notablemente superior a la cotización actual.

Nagarro es una de las compañías que mayor rentabilidad aportaron al fondo en 2021. La compramos a poco más de 70 euros por acción y vendimos las últimas por encima de 175 euros. Dije entonces que la compañía nos parecía muy interesante y que, si hubiese oportunidad en el futuro de volver a entrar en ella a precios atractivos, me encantaría hacerlo. Durante este trimestre, tras más de un año esperando, hemos tenido ocasión de comprarla de nuevo a poco más de 90 euros. Teniendo en cuenta que la compañía factura casi el doble y gana tres veces más que la primera vez que invertimos, me parecía difícil dejarla pasar de largo.

Catalana Occidente es la compra de mayor importe y con ella pasa a ser nuestra primera posición con diferencia. De hecho, es la mayor posición que hemos tenido nunca en una única compañía. Normalmente las compañías financieras no suelen ser de mi agrado. Los bancos porque, tal como se ha visto con esta historia de **Credit Suisse** o **Silicon Valley Bank**, son propensos a dar disgustos serios y las aseguradoras porque operan en un sector muy competitivo y con un entorno de tipos de interés tan bajos no me parecían suficientemente atractivas. El panorama de tipos ha cambiado notablemente y tal como he comentado, empieza a haber oportunidades en renta fija. El sector asegurador, tradicionalmente muy activo en este producto para invertir las primas que va

cobrando, va a ser un gran beneficiado de ello. Además, sin el lado negativo que sí que sufren los bancos con las subidas de tipos en forma de morosidad e insolvencias. **Catalana Occidente** opera como digo en un sector muy competitivo, con muchos jugadores dispuestos a participar en constantes guerras de precios. Aun así, Catalana destaca con un ratio combinado (medida de rentabilidad más utilizada en el sector, siendo mejor cuanto menor sea) de los más bajos del sector del seguro tradicional. Adicionalmente, tiene una división de seguro de crédito. En este negocio hay muchos menos participantes y la rentabilidad es notablemente superior. En 2008, año de la gran crisis financiera, dio un disgusto serio, pero ni aun así Catalana Occidente perdió dinero en el año. A día de hoy, el seguro de crédito supone aproximadamente la mitad del beneficio total del grupo. Hemos comprado las acciones sobre los 28 euros y el beneficio durante 2022 fue superior a 4 euros por acción. Un año horrible como fue 2020, muy afectado por el COVID-19, la compañía ganó 2.26 por acción. Me parece una de las mejores oportunidades que he visto en años, si no la mejor.

Desde un punto de vista macroeconómico, me sigue pareciendo asombrosa la capacidad que tenemos de procesar y normalizar cifras estratosféricas. Ya comenté el despropósito que era el paquete de estímulo de 6 trillones de dólares que se aprobó en Estados Unidos para superar los efectos económicos del Covid-19 en la carta que cumple ahora exactamente cuatro años:

“De momento para paliar los efectos del coronavirus, Estados Unidos ha puesto sobre la mesa un paquete de estímulos de 6 trillions (millones de millones o 10 elevado a 12 en nuestra escala). La cifra es mareante y cuesta ponerla en contexto. El otro día leía que si Cristóbal Colón al llegar a América en 1492 hubiese quemado un fajo de 20.000\$, otro cada minuto después, 60 fajos por hora, las 24 horas del día, siete días por semana, a lo largo de los siglos, hoy todavía no habría ardido esa cantidad.”

Pues bien, las cifras de hoy en día son aún más elevadas. En Estados Unidos, la *Congressional Budget Office* (CBO) proyecta que, durante la próxima década, es decir, de aquí a 2033, la deuda americana crezca otros 20 trillones de dólares. Eso son 5.500 millones al día o si prefieren, 228 millones de dólares cada hora. Teniendo en cuenta que en Estados Unidos hay unos 332 millones de habitantes, durante los próximos diez años la deuda aumentará a un ritmo medio de 500\$ al mes por cada uno de ellos, incluyendo en ese cómputo a niños y jubilados. No son cifras para tomar a la ligera y aunque no hay forma de saber dónde está el límite de la deuda, lo que está claro es que cada vez nos acercamos más rápido a él. Y el problema es que el sistema *fiat* ya es difícil de reconducir. Si alguien quiere informarse sobre Bitcoin, haciendo clic [aquí](#) tiene algo para comenzar.

Sobre el disparatado peso de los Estados en la economía, el coste que acarrea para ciudadanos y empresas el hecho de tener tantísimos empleos públicos y lo ineficientes que son muchos de ellos, mejor hablamos en otro momento. Seguramente para entonces ya sea necesario pedir cita previa para pedir cita previa.

Muchas gracias por su confianza.



Daniel Varela