

Attitude.



Carta trimestral Attitude Sherpa, FI.

Marzo 2022

Attitude Gestión S.G.I.I.C.
Calle de Orense 68 – planta 11
28006 (Madrid)
www.attitudegestion.com
T: +34 915 625 536

Concluye el primer trimestre del año que, para no perder la costumbre, ha vuelto a estar marcado por un evento que provoca una tremenda incertidumbre. Tras el shock de la pandemia y cuando ya por fin la podemos dar por superada (salvo los que viven de asustar al personal hablando de ella y los que disfrutaban sometiendo a la gente), nos cae encima la guerra en Ucrania. Una tragedia a nivel humano y con graves implicaciones a nivel económico que va a sacar a la luz entre otras cosas la desastrosa política energética de muchos países. Ninguno de los dos países directamente implicados es especialmente relevante en términos de PIB, pero si nos fijamos en sus exportaciones se aprecia fácilmente la repercusión que tiene cualquier evento que allí ocurra. Entre ambos tienen aproximadamente el 50% de la producción mundial de aceite de girasol y exportan un tercio del trigo y una quinta parte del maíz mundial. En cuanto a la energía, Rusia es el tercer mayor productor de petróleo del mundo, con más de un 10% del total. Es el país con mayores reservas de gas natural del planeta y el segundo mayor productor, con cerca del 20% del total. La situación de Europa es especialmente delicada, puesto que importa de Rusia el 45% de su consumo de gas, habiendo países como Alemania donde la cifra crece hasta el 60% y otros como Finlandia o Suecia donde la dependencia de Rusia en este campo es absoluta. Cerrar las centrales nucleares por “seguridad” y quedar en manos de Putin fue una idea que con el tiempo se ha revelado como mejorable. Veremos cuánto tiempo hace falta para enmendar el error y entender lo importante que es para la seguridad nacional acercarse lo más posible a la independencia energética.

Durante el trimestre el fondo ha obtenido una rentabilidad de 2.38% a pesar de las caídas que han experimentado los principales índices bursátiles. Los valores que mayor rentabilidad han aportado a la cartera durante el trimestre han sido **Golar, IPCO y Yellow Cake**. Su comportamiento ha sido excelente y son los que nos han permitido capear con éxito un trimestre muy complicado. Hemos vendido las dos primeras por haber alcanzado nuestros precios objetivo y por existir mejores alternativas y reducido mucho la tercera, que aún podría darnos alegrías adicionales. 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. Ha sido un trimestre con bastante movimiento en la cartera, porque la volatilidad del mercado nos ha permitido incorporar compañías que teníamos en el radar y que han alcanzado precios adecuados. Las más destacadas son **Academediá, Embracer y Corticeira Amorim**.

Academediá es una compañía sueca de centros educativos, colegios de educación obligatoria en su mayoría. Los más veteranos recordarán que ya tuvimos en cartera una compañía muy parecida, International Engelska Skolan. Fue una compañía de las primeras en formar parte del fondo y que fue objeto de una OPA a finales de 2020. El comprador fue la sociedad Peutinger AB, entre cuyos socios destacan Paradigm Capital, que era uno de los principales accionistas y Barbara Bergström, fundadora de Engelska. Se demuestra, una vez más, que el mercado suele dar un valor a las compañías que difiere mucho del que le otorgan los que de verdad las conocen. Si Academediá sigue cotizando a estos niveles, no nos sorprendería ver de nuevo una operación similar. De hecho, Academediá tiene una característica que nos gusta aún más que Engelska, y es que no solo tiene colegios de educación obligatoria, sino que abarca otras etapas educativas, como infantil y bachillerato. En esta época de turbulencias, cualquiera con hijos en edad escolar, sabe que un colegio bien gestionado no es un negocio que vaya a dar muchos sobresaltos y estamos encantados de haber podido adquirir sus acciones por 52 coronas suecas, precio al que cotizaban en 2016.

También en Suecia cotiza **Embracer**, un grupo de empresas dedicado a los videojuegos. Se trata de una compañía que, bajo el mando de su CEO y fundador Lars Wingefors, se ha dedicado a expandirse mediante adquisiciones. Tiene una estrategia clara de crecer y diversificar lo más posible la compañía, sin depender de un juego o franquicia estrella, como hacen muchos otros participantes del sector. Para ello, identifica el estudio o desarrollador a adquirir y habitualmente realiza el pago entre efectivo y acciones de Embracer y parte del precio queda como “*earnout*”, que suele ser una porción relevante y sólo se devenga en caso de que la compañía adquirida cumpla con los objetivos operativos previamente fijados. Este modelo busca la alineación de intereses entre ambas partes, lo que unido a que Lars es el mayor accionista de la compañía, garantiza que todo el mundo reme en la misma dirección.

Corticeira Amorim es otra vieja conocida nuestra. Se trata del líder mundial en la producción de tapones de corcho para botellas, además de tener otras líneas de negocio como aislamiento para determinadas construcciones. Cumple a la perfección con una de las características que nos gustan, que es el poder de fijación de precios. Igual que ocurre con Miquel y Costas, otra de nuestras principales posiciones, el producto que vende supone una parte muy pequeña del precio final del bien que llega al consumidor y ambas son extremadamente competitivas en costes. En una botella de vino no es problemático que el precio del corcho suba unos pocos céntimos y no parece sensato pensar que el cliente vaya a abandonar al mayor productor del mundo para irse a la aventura y tratar de ahorrárselos. Es una compañía bastante tranquila y con una visibilidad en resultados muy alta, y de ella buscamos que nos dé estabilidad si la cosa se pone (aún más) fea. No esperamos grandes revalorizaciones, pero sí que vemos factible que desde los menos de diez euros a los que cotiza actualmente, llegue pronto cerca de los doce a los que la vendimos el pasado mes de septiembre.

El problema del que todo el mundo habla actualmente es la inflación. Al final, como nos temíamos, ha acabado llegando. Y lo peor es que ha sido con la complacencia de las autoridades en la materia, que ahora aprovechan para culpar a Putin por ello. Indudablemente el conflicto ha hecho aumentar los precios de la energía y ha deteriorado aún más la cadena de suministro de muchos sectores, pero hay que tener la cara muy dura para considerarlo el origen del problema. De hecho, antes del conflicto los precios ya estaban subiendo muy por encima de los niveles que los principales Bancos Centrales consideraban como adecuados. Ante los primeros datos preocupantes, se apresuraron a decir que serían transitorios, narrativa que en estos meses han ido abandonando por vergüenza torera. Además, siguen inyectando dinero al sistema y el enorme endeudamiento, tanto público como privado, dificulta tremendamente subir los tipos de interés. Están atrapados por haber pasado la última década con las impresoras de billetes echando humo. Además, que, aunque los datos se moderen, la subida de precios que ya hemos visto no nos la va a quitar nadie. Va a ser muy difícil que volvamos a ver los precios a los que estábamos acostumbrados hace solo unos meses, y más difícil aún que los salarios compensen todas estas subidas. De momento, yo creo que la mayor tasa de ahorro que hemos visto tras el COVID, buena parte motivada por no poder gastar por restricciones en ocio y turismo ha amortiguado el golpe. Cuando esos ahorros se agoten, es de esperar que el consumo se resienta notablemente.

Llevamos unos meses viendo cierta rotación desde los valores de crecimiento a los llamados *value*, que son los que conforman el grueso de nuestra cartera. Desde el principio nos hemos decantado por este tipo de compañías, puesto que sus valoraciones no solo son mucho más interesantes que las *growth*, como es lógico y normal, sino que en muchos casos también están muy baratas respecto a su propia media histórica. En un contexto de subidas de tipos de interés, lo que supone penalizar los flujos que llegarán en el futuro al descontarlos a una tasa más alta, y de tanta incertidumbre por todas partes, creemos que el movimiento no ha hecho más que comenzar y que el recorrido por delante es muy considerable. De hecho, hay muchos ejemplos para ilustrar que el sentimiento sigue estando tremendamente polarizado, con una benevolencia tremenda hacia valores de crecimiento y con una exigencia extrema, casi diabólica para muchas compañías cuyo negocio marcha muy bien y cuya cotización no lo refleja en absoluto.

En el primer grupo y por pasar por alto la mayor aberración financiera que existe, que es cierta compañía de coches eléctricos, podemos citar a Palantir. La compensación en acciones en Palantir durante el año 2.020 ascendió a 1.270 millones de dólares. No está nada mal, contando con que sus ingresos totales fueron 1.092 millones. Como la compañía centra sus publicaciones de resultados en métricas Non-GAAP, esta partida no se ve reflejada, por lo que los números parecen mucho mejores de lo que realmente son. En la próxima carta nos extenderemos sobre este concepto y lo mal que refleja la realidad este método contable. En el segundo grupo, podemos citar por ejemplo a Miquel y Costas. Es una compañía con caja neta, con una directiva totalmente alineada con los intereses de la empresa, creciendo en ingresos desde que me alcanza la memoria, consiguiendo resultados récord a pesar del COVID y cotizando a menos de 10 veces sus beneficios. Yo ya creo que, si viesen al consejero delegado andar sobre las aguas, dirían que lo hace porque no sabe nadar.

Muchas gracias por su confianza.

Un cordial saludo,



Daniel Varela