

# Attitude.

## Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

---

Diciembre 2023

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

Concluye el año 2023 y el fondo cierra el ejercicio con una rentabilidad de **+11.38%**. Es el tercer año consecutivo con rentabilidad de doble dígito, por lo que considero que es un rendimiento satisfactorio. El año ha sido el más tranquilo de los últimos cuatro, y si no fuese por el insólito rebote de los últimos dos meses, habría terminado incluso con algún índice como el Dow Jones en terreno negativo. Debido a ese movimiento al alza, motivado por la expectativa de bajada de tipos de los principales Bancos Centrales, dicho índice cierra en máximos históricos. Nunca habíamos visto al mercado pasar de los mínimos de 52 semanas a los máximos en tan poco tiempo. Si algo han hecho los últimos años es dejar claro que como canta Rubén Blades, la vida te da sorpresas. Y veremos si 2024 no sigue en esa línea incluso a mayor nivel, porque mimbres tiene para ello. Los valores que mayor rentabilidad aportan en el trimestre son **Nagarro, Elecnor y Grifols**. Los que más nos han perjudicado son **Alibaba, Repsol y Gestamp**. Durante el trimestre las principales compras han sido **CIE Automotive, Repsol, Alibaba y Elecnor**. Las ventas, poco relevantes, han sido **Aperam, Grifols y Nagarro**.

Elecnor merece mención especial este trimestre. Como he comentado antes, es de las posiciones que mayor rentabilidad han aportado y además es de las mayores compras que hemos hecho durante el trimestre. Uno podría pensar que hemos comprado y acto seguido ha subido mucho. La realidad es que esas cosas no me suelen pasar, lo de llegar y besar el santo no es algo de lo que disfrute a menudo. Ha ocurrido justo al revés. Teníamos acciones, ha subido mucho y después hemos efectuado las compras adicionales. Veamos los motivos. Elecnor es la clásica compañía a la que dedicamos el tiempo en el fondo. Tiene fundamentalmente tres líneas de negocio: Servicios y Proyectos, Celeo y Enerfín. Durante el trimestre, ha llegado a un acuerdo para vender el total de Enerfín por 1800 millones de euros. Este dinero, una vez descontados impuestos (muy bajos, ya que una gran parte está exenta) y la deuda de la empresa, se traduce en unos 12,5 euros por acción de caja neta por acción. La operación es brutal, el retorno sobre la inversión en Enerfín desde inicio (unos 400 millones) es para quitarse el sombrero. Ante la noticia, lógicamente el valor subió. De hecho, ya llevaba tiempo subiendo porque ya se sabía que las negociaciones estaban en marcha. Desde los 14,75 de cierre de septiembre, el valor subió por encima de 18 euros. En el año la rentabilidad era aún más abultada, y desde nuestro precio de compra inferior a 10 euros por acción, estábamos casi doblando el dinero. Parece una locura comprar aún más, pero veamos los números con algo más de detalle. Al vender Enerfín, la compañía se queda con unos 12,5 euros de caja neta, Celeo y la parte de Servicios y Proyectos. Celeo tiene un valor contable de unos 600 millones de euros, pero viendo las transacciones que se han producido en mercado yo diría que valdría unos 800. Seamos conservadores y pongamos que vale incluso menos de lo que tienen recogido en los libros, 500 millones, o lo que es lo mismo, 5,75 euros por acción de Elecnor. Por último, la parte de EPC o Servicios y Proyectos hace un beneficio anual de unos 60 millones de euros. Poniendo un multiplicador de 10 veces, llegamos a una valoración de 600 millones, que se traduce en 6,9 euros por acción de Elecnor. Sumando las tres partidas (12,5+5,75+6,9) alcanzamos una valoración de 25,15 euros por acción. A 18 euros, el potencial de la acción hasta su valor por suma de partes ronda el 40%. Dado que el dinero en caja no arroja dudas sobre su valor, el descuento sobre las otras dos partes es aún más abultado. Por 5,5 euros (18 que cotiza menos 12,5 que hay en caja) tenemos dos negocios cuyo valor

ronda los 12,65. Y eso sin contar con que gracias a la caja recibida puedan crecer más rápido en Celeo. Creo que queda claro el motivo de seguir comprando a pesar de las subidas.

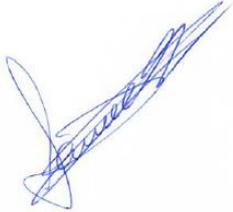
Nuestra principal posición en bolsa es **Catalana Occidente**, con un peso aproximado del 8% del fondo. Comenzamos a invertir en ella en junio del año 2022, aunque ha sido este año cuando hemos incrementado fuertemente su peso. Aunque la rentabilidad que llevamos acumulada en el valor es superior al 13%, considero que es un resultado decepcionante. En 2023, la acción ha subido 1,35 euros y ha pagado en dividendos 1,06. A simple vista, unas buenas cifras puesto que suponen sobre los 29,55 euros en los que comenzó el año una rentabilidad de 8,16%. La cuestión es que el beneficio de Catalana este año va a rondar los 5 euros por acción, el máximo de su historia. Que el mercado no reconozca ni siquiera esos 5 euros es frustrante. Imposible conformarse con lo que nos ha dado. No entro ya en lo deprimido que está el múltiplo y la calidad que tiene la compañía, pero la realidad es que a pesar de la subida hoy la compañía está aún más barata que hace un año. La única explicación que veo es que el mercado teme que vayan a hacer una mala adquisición con el dineral que tienen a su disposición. Como ya les he hecho saber a ellos en varias ocasiones, creo que lo mejor que pueden hacer ahora mismo es recomprar sus propias acciones. Es imposible encontrar nada tan sencillo, bien conocido y que ofrezca los retornos que daría esa operación. Todo apunta a que esa idea va a caer en saco roto y van a buscar comprar alguna compañía, probablemente en el sector salud, que por fuerza cotizará a múltiplos mucho más elevados. Si es algo muy grande y muy caro será un jarro de agua fría y yo entiendo que es lo que asusta al mercado. Ahora bien, hasta ahora el historial de los gestores es intachable y la compañía avanza por el buen camino como muestran los excelentes resultados cosechados año tras año. Además, la familia al mando es la dueña de dos tercios de la compañía, por lo que parece lógico pensar que no vayan a cometer locuras. Si es así, estamos ante una oportunidad histórica tanto por precio como por calidad y de ahí el elevado peso que tiene en la cartera.

Durante el año, hemos ido concentrando la cartera y por primera vez tomando algunas posiciones en renta fija. Entre ellas destaca el bono de International Petroleum que vence en febrero de 2027. Y lo hace hasta el punto que es la principal posición del fondo. Lo hemos comentado en otras ocasiones, pero durante el trimestre la tesis se refuerza aún más si cabe. Hemos visto como, ante una subida tremenda de la renta fija en su conjunto, el bono ha bajado en precio. La caída del petróleo ha pasado factura, pero lo curioso es que las acciones de la compañía han subido sobre un 15%. Tiene poco sentido que la caída del bono sea por un miedo a un posible impago y mientras tanto compran las acciones como si lo fueran a prohibir. Si el bono impagase, las acciones no valdrían nada por lo que uno de los dos mercados se equivoca. Nuestra apuesta es que es el bono, que está baratísimo y que supone una oportunidad de inversión excelente. A día de hoy su rentabilidad a vencimiento ronda el 10% anual y salvo debacle mayúscula en el precio del petróleo no habrá problema en obtenerla.

El posicionamiento del fondo de cara al inicio del año considero que es bastante prudente, ya que creo que el mercado se enfrenta a un año complicado y con unas valoraciones muy exigentes en los principales valores e índices. Además, esas valoraciones se han alcanzado gracias a unas expectativas de rápidas bajadas de tipos que veo probable que decepcionen. No tengo claro que en ausencia de una recesión de calado sea posible reducir la inflación a niveles deseables si volvemos a la senda de los tipos ultra bajos tal como espera el mercado. Si la economía se deteriorase tanto como para que ocurriese, los resultados empresariales sufrirían notablemente y arrastrarían a las cotizaciones a la baja. Además, la renta fija también ha subido a lo loco, mandando el tipo a 30 años en Alemania a un pírrico 2,26%.

Si los tipos no bajan mucho y muy deprisa, esa clase de rentabilidades no ofrece ningún atractivo y por tanto el precio de los bonos puede experimentar correcciones importantes. Lo positivo es que ante la baja volatilidad que ha traído este optimismo, hemos aprovechado para establecer coberturas con opciones que en caso de turbulencias nos darán alegrías a un precio más que razonable. Esto unido a la calidad de los valores en cartera y al atractivo precio al que cotizan, nos hace ser optimistas para el ejercicio. Va a ser sin duda un año movido, pero esperamos ser capaces de obtener de nuevo una rentabilidad satisfactoria.

Aprovechamos para desearle un feliz año 2.024 y agradecerles una vez más su confianza.

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

Daniel Varela