

Attitude.

Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Marzo 2024

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 de 2024 y el fondo arroja un resultado positivo de 0,75%. Hasta mediados de marzo íbamos bastante mal y ha sido el excelente comportamiento de estas dos últimas semanas el que nos ha permitido salvar un poco la cara. Aun así, considero que es un resultado poco satisfactorio y espero que mejore en el transcurso de los próximos meses.

Los valores que más han aportado en el trimestre son **Catalana Occidente, Rubis y Repsol**. Nuestras posiciones en renta fija y en Bitcoin han tenido un desempeño excelente. Las acciones que más daño nos han hecho han sido **Grifols, Gestamp y Academedia**. Hablaremos de estas tres en breve, porque la ocasión lo merece.

Durante el trimestre hemos hecho compras entre las que destacan **Endesa, Gestamp, Origin Enterprises y Prosegur**.

Endesa no opera en un sector que me resulte especialmente atractivo, pero el castigo que ha sufrido nos ha llevado a invertir en ella. A 16,2 euros que hemos comprado, aunque no tenemos vocación de permanecer en la compañía a largo plazo, creo que el margen de seguridad es más que razonable y que nos permitirá tener una buena rentabilidad en los próximos meses.

En **Gestamp**, que ya lleva tiempo presente en el fondo, lo que hemos hecho es aumentar (notablemente) la posición, quedando así como la cuarta acción con mayor peso de la cartera. Es una compañía líder en el sector de componentes para automóvil y el mercado ha decidido castigarla por los problemas que arrastra en algunas de sus fábricas en Estados Unidos. De las más de cien plantas que Gestamp tiene repartidas por el mundo, en Estados Unidos hay quince. Nueve de ellas funcionan bien y las otras seis son las que están dando guerra. No hay duda de que el problema existe, pero no creo que sea para tanto. Ni por el número de fábricas afectadas ni por la duración que estimo para el mismo. La compañía es plenamente consciente del problema y de sus causas, por lo que ha puesto en marcha el llamado Plan Fénix para revertir la situación. Parten de reconocer el error cuando entre 2012 y 2017 acometieron un crecimiento muy rápido y mal planificado. Esto provocó poca visibilidad sobre los volúmenes de trabajo futuros, altos costes laborales y peores niveles de calidad que en otras regiones (un 2,5% de coste sobre las ventas en USA respecto al 0,8% en el resto del mundo). Entre las seis fábricas afectadas hay tres poco importantes cuya producción será deslocalizada a México ya que producen componentes pequeños y fácilmente transportables o se cerrarán si la situación no mejora. Las otras tres plantas (South Carolina, West Virginia y Chattanooga) son las más importantes y es donde se va a dedicar la mayor parte de los recursos. Gestamp tiene plantas en Europa con las mismas tecnologías y clientes desde las que va a enviar personal cualificado para mejorar la eficiencia. Esto unido a las inversiones en modernizar la maquinaria debería dar los frutos deseados. Obviamente tendrá un coste económico (unos 100 millones de euros entre 2024 y 2026) y llevará algunos trimestres, pero en el fondo no operamos con la urgencia que domina al mercado últimamente. Me parece más importante el hecho de haber alcanzado durante 2023 unas ventas y beneficios récord. A pesar de los problemas en Estados

Unidos ya reseñados y de operar en un mercado de unos 90 millones de vehículos anuales, aún lejos de los 95 millones producidos en 2017. Si a esto le sumamos que la compañía ha reducido notablemente sus ratios de deuda y que la acción cotiza con caídas de más del 50% sobre los niveles de 2018, tenemos ante nosotros lo que creo que es una estupenda oportunidad de inversión. Cotiza sobre 2,95 euros y yo creo que vale al menos 4,5.

Origin Enterprises es una novedad en la cartera. Es una pequeña compañía dedicada a la distribución de fertilizantes y productos agrícolas. Opera en un sector cíclico y aun así han sido capaces de ganar dinero todos los años desde 2007. Generan gran cantidad de caja que dedican en buena parte a retribución al accionista. No solo vía dividendos, cuya rentabilidad actual supera el 5% anual si no mediante recompras de acciones bastante relevantes. Dado el bajo precio al que cotiza (hemos comprado a 2,96 euros), esas recompras crean un valor enorme para el accionista. Estamos hablando de una compañía que va a ganar cerca de 0,5 euros por acción según la previsión que dio el *management* en su última presentación de resultados. Además, nos deja muy tranquilos ver que ellos mismos han estado haciendo importantes compras a título personal prácticamente a la vez que entrábamos nosotros. La parte negativa, por buscar alguna, es que los márgenes del negocio no son los mejores del mundo, pero creo que pueden aumentar en los próximos trimestres.

Prosegur es la compañía que todos ustedes conocen. Su negocio se organiza en cinco divisiones, de las cuales dos se agrupan a su vez en una.

- Prosegur Security: Los vigilantes de seguridad de toda la vida.
- Prosegur Cash: Los furgones blindados.
- Prosegur Alarms: Alarmas en domicilios y negocios.
- Prosegur Tech: (Avos Tech+ Cipher) que agrupa ciberseguridad, activos digitales etc.

El grueso del negocio y del beneficio viene de Prosegur Cash, que cotiza de manera independiente y que también tenemos en el fondo desde hace unos meses. Prosegur posee algo más del 80% de las acciones, por lo que el *free float* es reducido. Su principal riesgo es el elevado peso de Latinoamérica en la cuenta de resultados, pero su negocio cuenta con una protección natural contra la inflación (cuanto más suben los precios más dinero se transporta). Además, los nuevos productos, entre los que se encuentran las máquinas que gestionan los cobros en efectivo y el cambio en muchos pequeños comercios, están creciendo a muy buen ritmo. Prosegur Security lo ha pasado bastante mal, pero parece que ya han conseguido dar la vuelta al negocio y comienza a generar caja. La parte de alarmas es, en mi opinión, un negocio bastante bueno. Actualmente tienen unos 800.000 clientes y van creciendo a buen ritmo. En España, firmaron un acuerdo con Telefónica mediante el cual comparten el negocio y Prosegur recibió unos 50 millones de acciones de la operadora. Están inmersos en un proceso de captación agresivo y eso afecta a la cuenta de resultados, tanto por los costes comerciales como por la guerra de precios con la competencia. Pero eso pasará y quedará patente que en un duopolio con una tasa de cancelación de clientes tan baja como la que hay en el mercado de las alarmas se puede tener una rentabilidad muy interesante. Prosegur Tech es actualmente la parte menos relevante en ventas, pero la ciberseguridad o la custodia de activos como Bitcoin tienen por delante un futuro interesante. Como decía antes, ya teníamos hace tiempo acciones de Prosegur Cash. Desde entonces, ha habido un evento que nos ha hecho tomar notables posiciones en la matriz. En noviembre del año pasado, Gubel, la compañía de la presidenta de Prosegur y su primer accionista lanzó una OPA parcial para adquirir un 15% adicional del

capital de la compañía. Pretendía así pasar del 60% al 75% pagando 1,83 euros por acción. Lógicamente, la subida de la cotización fue instantánea y ha estado rondando esa zona hasta hace pocas semanas. Al concluir el plazo para acudir, cosa que por cierto no han hecho todos los accionistas que Gubel deseaba, el mercado me sorprendió con una notable caída. De ese 1,83 que pagaba con gusto el accionista que mejor conoce la compañía, el valor se fue a rozar los 1,5. Muy cerca de los mínimos de cotización de los últimos 20 años. Un enigma que alguien no venda a 1,83 y lo haga con violencia un 15% más abajo. Y más cuando la OPA que lanzó la presidenta fue incluso antes de conocer el resultado de las elecciones argentinas, de especial relevancia para la compañía. Parece claro que ese 1,83 es un precio que ha pagado con gusto y no veo muchos motivos para no acompañarle con el notable descuento que el mercado nos ha ofrecido. De momento ya ha dicho que va a mejorar la retribución al accionista y para finales de este año nos pagará un dividendo que ronda el 10% de nuestro coste de adquisición. Por si esto fuera poco, sospecho que de aquí a finales de 2025 veremos una integración entre Prosegur y Prosegur Cash. Esta última está ópticamente más barata incluso que la matriz, pero la historia nos ha enseñado que no es prudente jugarse todo a la generosidad del que paga. Probablemente sea más interesante ir al canje con presencia en ambos lados. También creo que es interesante tener en cuenta la situación de Telefónica. En un momento donde el Estado español está aumentando su presencia en el capital de la compañía y haciendo subir el precio de sus acciones, veo probable que Prosegur aproveche la ocasión para descargar su parte y monetizar sus más de 200 millones de euros. O lo que es lo mismo, alrededor de un 25% de su capitalización actual. Cifra que si se repartiese como dividendo extraordinario le serviría a Gubel para recuperar todo el dinero desembolsado en su OPA parcial.

Durante el trimestre hemos hecho pocas ventas puesto que la cartera cotiza a unos precios muy atractivos y esperamos grandes cosas de ella. Las principales ventas han sido **Rubis** y **Grifols**, una por buena y la otra por mala.

Rubis lleva en cartera casi tres años y durante este tiempo su desempeño, aunque volátil, ha sido excelente. Hemos reducido parcialmente la posición ya que era de las que tenían mayor peso y su rentabilidad desde la compra, superior al 50%, unido a la verticalidad de su última subida nos ha hecho realizar parte de los beneficios. Sigue presente en el fondo y aunque sería lógico ver una corrección a corto plazo esperamos que nos reporte aún muchas alegrías.

Durante el trimestre hemos tenido varios eventos que nos han perjudicado bastante. Uno de ellos ha sido **Grifols**. Nada más comenzar el año Gotham City Research, un especialista en posiciones bajistas publicó un análisis atacando duramente la compañía, criticando sus prácticas contables y declarando que sus acciones no valían nada. El mazazo fue instantáneo y de proporciones épicas. Durante la sesión del 9 de enero las caídas llegaron a ser del 50% y al cierre de la sesión quedaron alrededor del 26%. A partir de ahí, hemos asistido a una época de declaraciones cruzadas entre Gotham, la compañía, los analistas que la siguen, la prensa especializada, la CNMV... Un caos que lo que deja por encima de todo son dudas sobre qué hay realmente y la certeza de que cometí un error al invertir aquí. En otras ocasiones he comentado que hay empresas demasiado complicadas, ya sea por el mercado en el que operan o por la estructura societaria que emplean. En el caso de Grifols es lo segundo. El informe pone el ojo en operaciones entre sociedades vinculadas, algunas de ellas donde los administradores de Grifols son accionistas relevantes y con las que se han realizado operaciones poco estéticas. El entramado es tal, que solo los directamente implicados conocen la realidad y Gotham no ha hecho otra cosa que sembrar una duda más que razonable y que inevitablemente hace perder la confianza en la acción y por

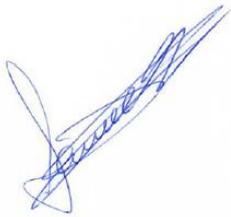
tanto vender sus acciones. Nosotros tuvimos la fortuna de reducir la posición a finales del año pasado y tras las caídas del primer día vendimos otra parte de una posición que llegó a ser muy importante en el fondo. A partir de aquí, Dios dirá. Si no hay nada raro, hablamos de delitos serios, las acciones pueden ser una oportunidad difícilmente repetible. Si por el contrario el nivel de adulteración de las cuentas es como dice Gotham podemos asistir a una debacle. La posición en el fondo ya es muy pequeña y no tengo ninguna intención de aumentarla. Pase lo que pase, esto ha sido un error muy doloroso que reafirma la conveniencia de centrarnos en inversiones más sencillas.

Otro caso aparte ha sido **Academedía**. En los años que llevo en esto, que son ya muchos, nunca había visto nada igual. La empresa lleva en el fondo más de dos años y la sigo desde hace más de cinco. Como hemos explicado en otras ocasiones, se dedica a la educación. Posee centros educativos para todas las edades, inicialmente en Suecia, pero con una presencia internacional cada vez más relevante. Es un negocio previsible, con algún condicionante político que tras las últimas elecciones suecas quedó bastante despejado, y que cotiza a un precio muy interesante. Cerró el año pasado sobre las 51 coronas suecas y protagonizó un mes de enero excelente, subiendo por encima de 58. En esos precios nos movíamos tranquilamente, aprovechábamos para vender alguna acción y rebalancear así su peso dentro de la cartera cuando las acciones empezaron a bajar sin motivo aparente. El día 13 de febrero las acciones cerraban a 53 coronas y ese mismo día al cierre se publicaba que el mayor accionista de la compañía, Mellby Gard, vendía todas sus acciones a un tal Roger Akelius a un precio de 65 coronas. Así de primeras uno pensaría que es una buena noticia, ya que el precio refleja algo mejor la realidad del negocio y era más de un 20% superior al último cierre. Como dicen los ingleses, el diablo está en los detalles. Lo que nos esperaba al día siguiente era una debacle impensable, puesto que el nuevo accionista hizo algo que como les decía no he presenciado jamás. Sus declaraciones fueron que votaba por suprimir el dividendo, que consideraba el precio pagado como una donación, que no esperaba retorno alguno de su inversión y que lo que quería era mejorar el sistema educativo y la vida de los profesores. Que abogaba por hacer clases de 8 o 10 niños y que no le importaba nada que la empresa y sus accionistas no ganasen dinero. Al día siguiente vimos las acciones por debajo de 45 coronas. Imaginen el revuelo y una vez más la incertidumbre creada en torno a la empresa. Es un evento totalmente inesperado e imposible de modelizar puesto que nadie contempla decisiones a todas luces irracionales. Es como comprarse la mejor casa de La Finca y derribarla para plantar tomates. Tras lo que intuyo que fueron tres días de máxima tensión en el consejo de administración de la compañía, el día 18 Mellby Gard anunció que cancelaba el trato y no vendía nada a ese lunático. Tras una recuperación efímera del precio de la acción hasta las 53 coronas, volvimos a caer de nuevo a la zona de 47. En el fondo lo pasamos mal porque además veníamos con el caso Grifols muy reciente y llovía sobre mojado. Fueron días muy duros, pero resistimos y seguimos conservando la posición. Hoy cotizan sobre 48 y si no hay más ruido, el negocio acabará mostrando su valor. Yo creo que siendo conservadores vale al menos 70 coronas.

En el mercado el sentimiento sigue siendo de optimismo. Las bolsas suben, capitaneadas por los sospechosos habituales, es decir, las grandes tecnológicas americanas. Es cierto que algunas ya han empezado a sentir el peso de la realidad en sus cotizaciones. Tesla, uno de los mayores disparates que he visto en mi vida, ya le ha costado un buen dinero a los que pensaron que comprar sus acciones a más de 400\$ era buena idea. Hoy cotiza a 170 y yo sigo sin ninguna gana de comprar. Apple este año ya no sube, cosa rara. El mercado sigue mirando a la compañía con un amor que yo creo que es exagerado. Este mismo trimestre conocíamos dos noticias que, aunque han pasado de puntillas creo que son

relevantes. La primera es que han decidido abandonar su proyecto de coche eléctrico. Ya saben, aquella idea de fabricar un vehículo con un logo de una manzana y ganar cuota de mercado en el segmento Premium a fabricantes como Porsche o BMW que llevan toda la vida en él. Por lo que sea, alguien ha considerado que eso no iba a ser fácil. Lástima los años dedicados a ello y los cientos de millones que ha debido costar. La segunda tuvo lugar hace pocos días. Según Bloomberg, Apple estaría negociando para incorporar la plataforma de inteligencia artificial de Google en sus iPhone en lugar de desarrollar la suya propia. Con esta son varias las evidencias de que Apple lleva ya tiempo sin innovar. No tengo muy claro que el elevado precio al que cotiza respecto a sus beneficios sea justificable para una empresa madura y que ha perdido su posición de pionera tecnológica. Como dice el refrán “a rey muerto, rey puesto” y ante nuestros ojos tenemos a Nvidia, el nuevo monarca. Su subida desde los 40\$ de la pandemia a los 974\$ de hace un mes la convierten en el nuevo becerro de oro al que adorar. Del mismo modo que en el año 2000 internet era la novedad y el pensamiento predominante era que toda ella funcionaría sobre los routers de Cisco con márgenes brutos del 50%, ahora la novedad es la inteligencia artificial y el mercado espera que haga lo propio sobre chips de Nvidia. Sospecho que el desenlace será similar en ambos casos, por lo que seguimos alejados de esos cantos de sirena.

Muchas gracias por su confianza.

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

Daniel Varela