

Attitude.

Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Junio 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 segundo trimestre del año en el que el fondo ha obtenido una rentabilidad positiva de 1.61%. Las acciones que más han aportado han sido **Catalana Occidente, Miquel y Costas** y el grupo **Prosegur**. Las que peor lo han hecho han sido **Rubis, Naturgy** y **Georgia Capital**. Estas dos últimas son las nuevas incorporaciones en la cartera junto con **Tubacex** y **Porsche**. Las comentaremos después. Por el lado de las ventas tenemos varias. Hemos reducido parcialmente nuestras principales posiciones debido a su excelente desempeño. Hablamos, como los lectores habituales sabrán, de **Catalana Occidente y Miquel y Costas**. Pero que nadie se alarme porque ambas siguen en lo alto del pódium, aunque con pesos más moderados entre el 5 y el 6 por ciento. También hemos reducido posiciones en **Verallia** y **Elecnor**, ya que hemos encontrado otras opciones con mayor potencial. El factor común en estos cuatro valores ha sido su gran comportamiento desde que invertimos en ellos, alcanzando en el caso de **Elecnor** rentabilidades superiores al 100%. Por el lado de las ventas totales tenemos tres. **Endesa, Embracer** y **Faes**. **Endesa**, tal como adelantábamos en la carta anterior, ha sido una relación breve. La compramos en marzo y la vendimos en mayo con una rentabilidad de alrededor del 8%. **Embracer** por el contrario ha sido la asunción de un estrepitoso fracaso. Ya comentamos nuestro error en una carta anterior donde hablábamos de la excesiva complejidad de la compañía. En aquel momento cotizaba sobre las 24 coronas y nos parecía un precio de derribo, pero aun así este año la hemos visto por debajo de 16. A mediados de mayo y aprovechando que subió por encima de 30, hemos vendido las acciones que teníamos y nos llevamos la lección aprendida. En **Faes**, que hemos tenido en cartera en varias ocasiones, hemos obtenido una buena rentabilidad y por el momento vemos opciones más interesantes.

En **Naturgy** hemos entrado en dos tandas por distintos motivos. La primera vez compramos una posición pequeña a 24 euros ante la posibilidad de que hubiese una OPA sobre la compañía por parte de Critería y Taqa. **Naturgy** es una compañía donde ser accionista relevante es complicado. Es una compañía esencial para la seguridad del país y el gobierno, sea del color que sea, va a estar siempre muy pendiente. En el capital de Naturgy hay dos fondos, CVC y GIF, que poseen cada uno algo más del 20% de la compañía. Ambos han mostrado su interés en vender y es el mayor accionista, Critería, quien está tratando de encontrar un socio de su agrado para comprarles su parte y quedarse con el control. Todo apunta que, al hacerse de este modo, el gobierno daría su aprobación. El socio que ha sonado con más fuerza es Taqa, una compañía de Emiratos Árabes Unidos. Ya tienen presencia tanto en España como en el sector energético (CEPSA, parques de energía renovable con Iberdrola, etc.) por lo que no parece un socio incómodo a ojos del gobierno. Aparentemente las negociaciones iban avanzando de manera satisfactoria y la cotización se movía por encima de nuestro precio de compra. El pasado día 11, se conoció que Taqa se retiraba de la operación y como es lógico asistimos a fuertes caídas. Mucha gente que había entrado al calor de la OPA decidió deshacer posiciones y una semana después vimos como la cotización rozaba los 20 euros. Aquí es donde compramos por segunda vez, ya que, en mi opinión, no hace falta que haya ninguna OPA para ganar dinero a este precio. Naturgy es un negocio razonablemente predecible y veo muy probable que ganen más de 1,5 euros al año durante mucho tiempo. A estos precios supone una rentabilidad atractiva dado su perfil de riesgo. Y además yo no apostaría ni un duro a que no vaya a haber OPA. Hay interés de los dos mayores fondos en vender más del 40% del capital. El cuarto accionista más importante son los australianos de GIF, con un 15% y que ya intentaron en su día comprar aún más acciones. Las ocasiones de entrar como socio relevante en una compañía de estas características se cuentan con los dedos de una mano. Creo que son factores a tener en cuenta y que podrían dar una sorpresa más pronto que tarde.

Georgia Capital es una pequeña compañía con sede en el país del que toma el nombre. Es un holding que canaliza múltiples inversiones, principalmente locales. Georgia es un pequeño país con alrededor de 3,7 millones de

habitantes. Es una antigua república soviética y el proceso de independencia comenzado en 1991 dio lugar a una década dura. La población se redujo más de un 20% hasta estabilizarse sobre 2003 en los niveles actuales. Lleva por tanto más de 20 años sin perder población. Sus cifras macroeconómicas son muy buenas, con crecimientos del PIB estimados para los próximos años de varias veces los de la zona euro. El nivel de inflación estimado está en línea con la UE y la deuda sobre PIB ronda el 40% sobre PIB. Quién la pillara. Últimamente ha habido turbulencias por la aprobación de una ley que “aleja a Georgia de la UE” y que guarda “similitudes con Rusia”. Sin entrar en debates de por qué alguien en pleno uso de sus facultades mentales querría entrar en la UE, el mercado percibe aquí un riesgo que entendemos perfectamente y que ha provocado las caídas en el precio que nos han permitido materializar nuestra inversión. Georgia es un país en vías de desarrollo, que es una forma de decir que de momento son pobres, pero su economía evoluciona bastante mejor que la de cualquier país de la UE y salvo que se produzca un shock externo de consideración, no veo un descalabro a corto plazo. Además, salvo la participación en Bank of Georgia, el resto de los negocios de Georgia Capital tienen un perfil muy defensivo, cosa que me gusta mucho. Su presencia se centra en farmacias, hospitales, clínicas y laboratorios, seguros, energías renovables y colegios. Al frente de la compañía está Irakli Gilauri, que es presidente y CEO. Anteriormente era el CEO de Bank of Georgia y dejó el puesto para dirigir Georgia Capital. Movimiento poco frecuente puesto que el banco capitalizaba unos 1300 millones de libras y Georgia capital poco más de 300. Esa muestra de confianza en el futuro de Georgia Capital va aún más lejos ya que no recibe compensación dineraria, cobrando únicamente en acciones. Este tipo de compañías siempre cotiza con descuento sobre la suma del valor de las empresas que las componen, pero ahora mismo ese descuento es a todas luces excesivo. En la página web de la compañía está disponible una calculadora que permite variar a voluntad la valoración de cada negocio (<https://georgiacapital.ge/investor-toolkit/discount-map>). A precios actuales el valor neto según la compañía ronda las 23 libras esterlinas por acción mientras que la cotización está por debajo de 10. Solamente la participación en Bank of Georgia, que cotiza en bolsa y por tanto hay pocas dudas sobre su precio en todo momento, ya prácticamente vale las 10 libras.

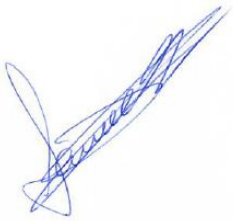
Porsche salió a cotizar como compañía independiente en septiembre de 2022. Lo hizo a 82.5 euros por acción y de ahí subió hasta superar los 120 euros en pocos meses. En aquel momento, todo el mundo quería comprar las acciones y nadie tenía dudas o preocupaciones. Hoy, apenas un año después, ocurre lo contrario. Todo el mundo (menos los accionistas de Apple...) está preocupadísimo por el mercado chino y por la reducción de márgenes de la compañía. El primer aspecto es relevante puesto que China y Estados Unidos son los principales mercados de Porsche, pero yo veo difícil que el mal momento que atraviesa la economía China (malo según con quién se compare puesto que su PIB crece por encima del 5%) vaya a durar siempre y que vaya a afectar en exceso a un fabricante con un público objetivo como el de Porsche. Respecto a los márgenes, creo que viene explicado en gran parte porque han coincidido en el tiempo varios lanzamientos de modelos nuevos como el Macan eléctrico y la renovación del 911 entre otros, buque insignia de la marca y eterna referencia en el segmento de coches deportivos. Creo por tanto que las dudas que han hecho caer la cotización y nos han permitido comprar a 71 euros, irán diluyéndose en los próximos trimestres y que obtendremos una rentabilidad muy atractiva.

Tubacex es una compañía fundada en 1963 que se dedica a diseñar, fabricar e instalar soluciones industriales para los sectores energéticos y movilidad. Tiene 24 plantas de producción y sirve a clientes en más de 60 países. Comenzamos a mirar la compañía a finales del año pasado y nos pareció que la mejoría de la situación de su negocio durante los últimos años era muy notable. El problema a la hora de plantear la inversión es que el precio de la acción había subido impulsada por dicha mejoría. Nos quedamos con la compañía en el radar con la esperanza de que corrigiese parte de su alza desde los más de 3,65 euros por acción hasta niveles más razonable. La oportunidad llegó durante el mes de abril y alrededor de los 3,18 euros hemos iniciado nuestra posición. De momento es una posición pequeña, pero si sigue corrigiendo la iremos incrementando. Según el plan de negocio presentado por la compañía hasta el año 2027, prevén alcanzar un flujo de caja libre anual superior a los 120 millones de euros. Contando con que la compañía capitaliza 400, son números muy suculentos. Además, tienen bastante visibilidad para los próximos años ya que tienen ya firmado el mayor contrato de su historia con ADNOC,

por un importe mínimo de 1.000 millones de euros. Como ellos dijeron, el éxito depende de la ejecución puesto que el negocio ya lo tienen en las manos.

El trimestre nos deja un sabor de boca agrisado. Aunque la rentabilidad es positiva, el mes de junio ha sido muy malo y ha empañado lo que a finales de mayo apuntaba a un trimestre excelente. En este último mes, la cartera ha sufrido mucho principalmente por el resultado de las elecciones en Francia, que ha alejado a los inversores de toda Europa en general, donde concentramos el grueso de nuestras inversiones. Por si esto fuera poco, ese dinero ha ido a refugiarse una vez más en las grandes tecnológicas americanas. Ya estoy aburrido de repetir trimestre tras trimestre lo absurdo de este comportamiento y el riesgo que entraña seguir invirtiendo de ese modo. No hay manera de saber cuánto durará esta fiebre, pero como todo en la vida, acabará pasando. Entre tanto, continuamos pensando que no vale la pena entrar en esos sectores dada la gran cantidad de oportunidades que vemos a nuestro alrededor. Confío en que la segunda mitad del año refleje la buena marcha de nuestras compañías a pesar del ruido político que nos rodea.

Muchas gracias por su confianza.

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

Daniel Varela