

Attitude.

Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Septiembre 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 tercer trimestre del año, en el que el fondo ha obtenido una rentabilidad de **1,23%** lo que sitúa el resultado anual en **3.62%**.

Durante el trimestre las compras más relevantes han sido **Verallia**, **Repsol** y **TGS**. Verallia y Repsol son viejas conocidas y ambas están ahora mismo en el top 5 de posiciones. **Verallia** la vendimos durante el segundo trimestre por encima de 37 euros, niveles desde los que ha experimentado fuertes caídas. La hemos vuelto a comprar por debajo de 28 ya que consideramos que a estos precios es una oportunidad excelente. Hará falta algo de paciencia y más ahora sabiendo que el gobierno francés ha decidido hacer lo que mejor hace y anda dando vueltas a poner un nuevo impuesto “temporal” a las grandes empresas. Menos mal que parece que en Europa la gente empieza a darse cuenta de la estafa que suponen estos Estados trufados de inútiles y de lo insostenible de las políticas actuales. **Repsol** nos sigue pareciendo una inversión estupenda a estos precios, provocados por la poca afición del mercado por las matemáticas. Cotiza a cierre de trimestre en 11,84 euros por acción y en un escenario muy negativo, con precios de petróleo, gas y márgenes de refino muy inferiores a los actuales veo difícil que baje de 2 euros por acción de beneficio anual. **TGS** ha entrado en el fondo este año por primera vez. Durante el segundo trimestre comenzamos con la construcción de la posición, pero ha sido este último en el que hemos adquirido la gran mayoría de las acciones. Es una compañía relacionada con el sector de Oil & Gas, pero no se dedica a la extracción o la distribución. TGS posee librerías de imágenes del subsuelo marino que necesitan las compañías petroleras para saber dónde y cómo deben perforar. Es una parte de la cadena de valor del petróleo en la que hay pocos participantes y cada vez que nos metemos en la parte baja del ciclo, alguno va desapareciendo. TGS cuenta con una posición de dominio y no tiene deuda en el balance, con lo que creemos que es una de las compañías ganadoras. De las 350 coronas noruegas a las que llegó a cotizar en 2018, ha caído hasta las 100 coronas actuales. Creo que la compañía está en muy buena situación para beneficiarse de la mayor exploración que necesariamente ha de venir en los próximos dos o tres años. A estos precios, creo que no es descabellado pensar en un precio por acción del doble del actual.

Por el lado de las ventas destacan **Academedia**, **Alibaba** y **JD.com**. De Academedia hace escasos seis meses decíamos esto:

*“Otro caso aparte ha sido **Academedia**. 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”.

Esta vez no ha hecho falta mucho tiempo para ver los frutos y el valor ha subido hasta rozar las 70 coronas que comentábamos. Hemos aprovechado para reducir notablemente su peso en la cartera y buscar pastos más verdes.

Las otras ventas más destacadas han sido **Alibaba** y **JD.com** los gigantes del comercio electrónico chino. En anteriores cartas hablábamos de ellos y decíamos lo tremendamente baratas que estaban. El mercado siguió sin prestarles atención hasta hace pocas semanas. El 9 de septiembre cotizaban a 80 y 25,8 dólares respectivamente. A finales de mes, lo hacían alrededor de 110 y 42. El catalizador elegido fueron las declaraciones del gobierno chino prometiendo estímulos y apoyo a las cotizaciones de sus compañías. El motivo real es que las cosas no pueden estar baratas eternamente. Nunca se sabe el momento en el que los excesos, ya sean a la baja o al alza, se corregirán. Pero siempre lo hacen. También es innegable que el mercado cada vez es más extremo en sus movimientos y las cosas ocurren a una velocidad de vértigo. En este caso concreto estamos hablando de subidas superiores al 40% en cuestión de tres semanas. Me temo que no sea la última vez que ocurre y creo que los principales valores tecnológicos americanos tienen todos los mimbres para experimentarlo hacia el otro lado, dada su flagrante sobrevaloración. Una vez más, la paciencia va a ser la virtud más necesaria para lidiar con este toro financiero que nos ha tocado en suerte.

En la primera mitad del año vimos como Warren Buffett, uno de los inversores más respetados de todos los tiempos, vendía más de la mitad de sus acciones de Apple. Hablamos de una operación de más de 500 millones de acciones y alrededor de 100.000 millones de dólares. Durante el tercer trimestre ha decidido también vender una notable cantidad de acciones de Bank of America, otro de

los buques insignia de su cartera. Mientras suena la música todo el mundo sigue bailando, pero creo que esto debe tomarse como un aviso a navegantes.

Por el lado macro, la economía parece que de momento aguanta. El PIB sigue creciendo y el mercado laboral sigue sin mostrar signos de debilidad alarmantes. Creo que lo más preocupante son los niveles de deuda y déficit a los que nos hemos acostumbrado. En el siguiente gráfico se observa claramente la locura desatada a raíz de la gran crisis de 2008.



Pueden observar como el crecimiento de la deuda es exponencial durante los últimos 15 años. Y lo verdaderamente preocupante es que llevamos años con un déficit salvaje en un período de bonanza económica extraordinaria. Da miedo pensar hasta donde pueden escalar esas cifras si asistimos a una recesión y las consecuencias que ello puede tener sobre la divisa y la estabilidad del sistema financiero. Honestamente creo que son tiempos de mirar más a los riesgos que a las potenciales rentabilidades.

Muchas gracias por su confianza.

Daniel Varela