

GPM Cirene Capital. ISIN: ES0142630021

-Gestor desde abril 2021: Ignacio Pérez Castelblanque
ignacio.perez@gpmbroker.com Twitter: @IPC Castelblanque
-Web: www.cirene.es
-Gestora: Inversis Gestión SGIIC (Grupo Banca March)
-Gestión delegada: Gestión de Patrimonios Mobiliarios SV S.A.
-Depositario: Banco Inversis S.A. (Grupo Banca March)

-Valor liquidativo (08/02/2023): 8,77 euros
-Categoría CNMV: renta variable internacional
-Comisión de gestión: 1,25%
-Comisión sobre resultados: 8,00%
<https://gpmsv.com/servicios/fondos/gpm-cirene-capital/>

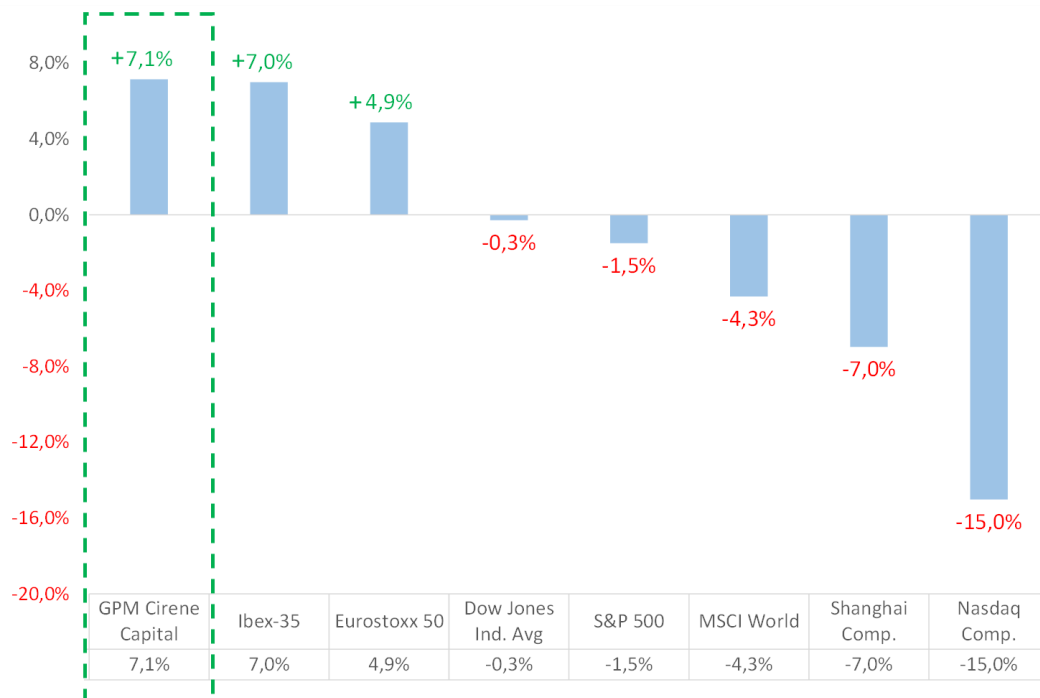
CARTA ENERO 2023.

Estimados inversores y socios,

En el mes de enero nuestro fondo subió un +11,2% (S&P 500 +6,2%, Eurostoxx50 +9,7%, Ibex-35 +9,8%, MSCI World +7,0%, Dow Jones +2,8%).

Las bolsas recuperaron terreno durante el mes de enero en general, compensando un mal diciembre. A pesar de estas subidas se mantiene la cautela entre los inversores por la tasa de inflación, que, aunque se ha reducido permanece alta. En este contexto, el dato de empleo anunciado por el gobierno de Estados Unidos el 3 de febrero, comunicando la creación de 517.000 nuevos puestos de trabajo en el mes de enero, y anunciando una tasa de paro del 3,4% (la más baja desde 1969) ha reducido el optimismo de los inversores sobre posibles bajadas en los tipos de interés en el futuro próximo, ya que la sólida cifra de creación de trabajo puede retrasar la reducción de la tasa de inflación al nivel del 2% deseado por la Reserva Federal.

La evolución del fondo desde que asumí la gestión a finales de abril 2021 es la siguiente:



Nota: período comprendido desde el 26 de abril 2021 al 8 de febrero de 2023. El rendimiento del GPM Cirene Capital incluye todas las comisiones cobradas. Los índices no incluyen ningún tipo de comisión o gasto. Fuente: elaboración propia, investing.com

Seguimos siendo conservadores a la hora de llevar a cabo nuestras inversiones debido al contexto actual del mercado. **A pesar de que la tasa de inflación se ha reducido en los últimos meses, existen varios factores a mi entender que podrían mantenerla a niveles elevados, entre ellos:** (i) la reactivación paulatina de la economía china tras los cierres temporales por la política de “COVID cero”, que aumentaría de manera significativa la demanda de materias primas y otros productos en los mercados internacionales y, (ii) las sanciones a la compra de petróleo ruso que podría encarecer su precio, con el consiguiente perjuicio a la economía y a la inflación.

Como vengo comentando en los últimos meses, a pesar de las caídas del año 2022, las bolsas siguen sin estar baratas a nivel general, pero sí se pueden encontrar oportunidades caso a caso.

NUESTRAS INVERSIONES

A día de hoy nuestra posición de liquidez se sitúa en el ca. 8% del patrimonio del fondo. Como adelantamos en cartas anteriores, **durante los últimos meses del año 2022 llevamos a cabo un proceso de rotación de activos significativo**, vendiendo valores que se habían apreciado y que considerábamos tenían un potencial de subida menor. Por el contrario, compramos acciones de otras empresas que considerábamos infravaloradas.

Entre las inversiones hechas figuran dos inmobiliarias alemanas, **Vonovia y TAG Immobilien**, donde invertimos a finales del año 2022, y que **tras importantes subidas tampoco descartamos vender parcialmente**.

Vonovia tiene ca. 549.000 viviendas en propiedad, principalmente en Alemania (90% del total) y en menor medida en Austria y Suecia. Su capitalización bursátil actual es de unos 20.000 millones de euros. **Cuando realizamos la inversión sus acciones habían caído un ca. 64% desde máximos de agosto 2021, debido principalmente a la subida de tipos de interés**. Las empresas inmobiliarias, como las de infraestructuras, suelen operar con altos niveles de deuda para aumentar la rentabilidad de los accionistas, debido normalmente a la seguridad y recurrencia de sus flujos de caja, derivados en el caso de Vonovia de los arrendamientos de las viviendas que tiene en propiedad.



La fuerte subida de los tipos de interés afecta al valor de los activos inmobiliarios y de las empresas inmobiliarias por distintos motivos, entre otros:

- i) El coste de oportunidad del dinero sube: si el tipo de interés que los inversores reciben por su dinero aumenta, la rentabilidad de los activos inmobiliarios también debería subir (i.e. el precio debe bajar pues las rentas no aumentan de manera inmediata);
- ii) Los gastos financieros (intereses que debe pagar por su deuda) suben mucho debido a su alta deuda, y por tanto el beneficio de la compañía se reduce.

La caída del 64% en el precio de la acción otorgaba un margen de seguridad importante al comprar nuestras acciones en Vonovia, pues implicaba, entre otras cosas, que el valor de sus activos residenciales debía caer más de un 30% vs. su valor en libros.

Aunque no imposible, sí parecía difícil que el precio de la vivienda en Alemania se redujera bruscamente, debido a los siguientes factores:

- i) **El precio de la vivienda se rige por patrones distintos al de otros activos inmobiliarios.** En el segmento de oficinas, centros comerciales, activos logísticos, etc. operan principalmente inversores institucionales (fondos inmobiliarios, fondos de pensiones, aseguradoras, compañías inmobiliarias, etc.) que tras la subida de tipos de interés aplican de manera mucho más directa descuentos a las valoraciones de dichos activos, siendo previsible que el valor de este tipo de inversiones baje de manera considerable si los tipos de interés permanecen a niveles superiores a los de los últimos años. En el sector de la vivienda, aunque la subida del tipo de interés afectará al precio de los activos residenciales, no lo hará de una manera tan directa, pues la mayor parte de los activos se compran y venden y están en manos de pequeños propietarios e inversores particulares, que utilizan su vivienda para vivir en ella y consideran los activos residenciales una manera ahorrar y crear patrimonio a largo plazo. Por dar cifras, los inversores institucionales poseen menos del 15% de las viviendas en Alemania.
- ii) **La vivienda es un activo refugio donde una gran cantidad de particulares invierten, y Alemania es un país donde sus ciudadanos poseen altos ahorros.** De media, cada ciudadano alemán tiene ahorrados ca. 92.000 euros (en cuentas bancarias, depósitos, bonos y acciones). Dicho de otra manera, una familia alemana de 4 personas tendría de media ca. 370.000 euros de ahorros (el valor medio de tasación de cada vivienda de Vonovia es de 170.000 euros). **Este ahorro de los ciudadanos alemanes, y el hecho de que la vivienda es considerada como un activo en el que invertir supone un soporte importante al precio de la vivienda en caso de caídas en los precios.**
- iii) **La economía alemana es una de las más sólidas y fuertes del mundo.** Con un PIB per cápita de ca. 51.000 USD (ca. 30.000 USD de España o ca. 44.000 USD de Francia), el país tiene además un nivel de deuda pública relativamente bajo (aprox. 67% del PIB vs. 116% de España o 115% de Francia por ejemplo), y aunque puede sufrir crisis económicas como cualquier otro, tiene unas condiciones muy favorables para superarla.
- iv) **La fuerte demanda de viviendas en Alemania y escasez estructural de producto.** Como dato mencionar que el 98% de las viviendas de Vonovia están alquiladas.

En la situación actual de mercado, los mayores problemas de Vonovia son: 1) la subida de sus gastos financieros consecuencia de la subida de los tipos de interés; y **2) el riesgo de refinanciación de su deuda** (que en el momento en que compramos las acciones se situaba en el ca. 43% de deuda sobre valor de sus activos).

Para hacer frente a estos problemas:

1) **Vonovia ha puesto en marcha un proceso de venta de activos por un total de 13.000 millones de euros para reducir deuda.** Como hemos dicho anteriormente, cuando compramos las acciones, estas cotizaban como si el valor de sus activos residenciales hubiera caído más de un 30%, cosa que todavía no ha ocurrido, pues aunque se producen menos ventas de viviendas, los precios se mantienen estables por el momento. En tanto en cuanto Vonovia sea capaz de vender activos con descuentos que no superen ese 30% y repague deuda o recompre acciones con ese dinero, estará generando valor para los accionistas.

2) **Con respecto al riesgo de refinanciación,** Vonovia debe ir refinanciando los vencimientos de su deuda. Como aproximación, **en los próximos años la compañía debe hacer frente a vencimientos de 4.000 millones de euros al año.** Si bien esto siempre supone un riesgo, pues el mercado de capitales (bonos) o el bancario (préstamos) pueden “cerrarse” por falta de apetito de los financiadores, Vonovia cuenta con **dos ventajas:**

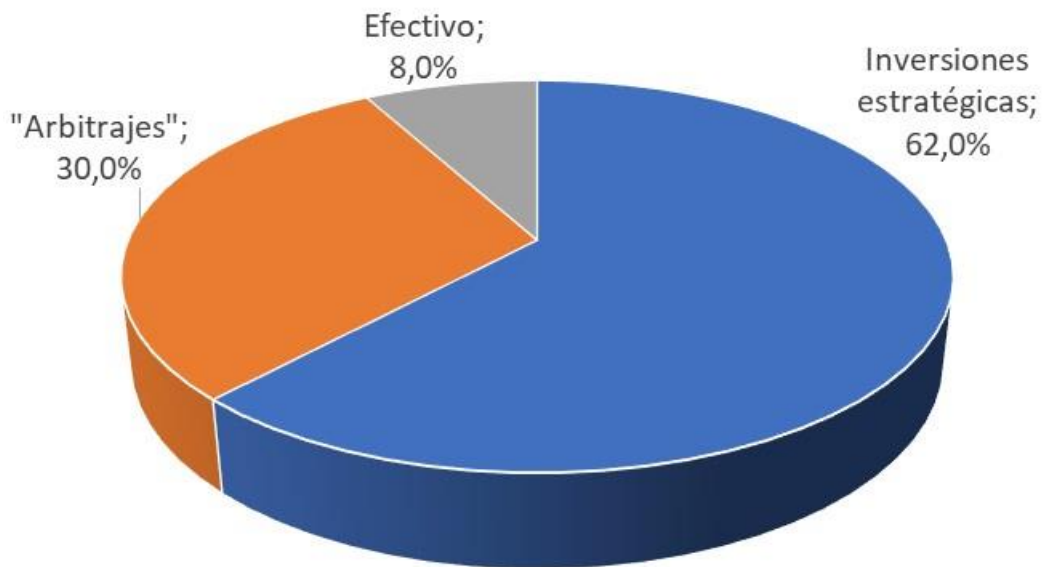
i) por un lado, **anualmente genera ca. 2.000 millones de euros de flujo caja de sus negocios (“FFO”) que pueden cubrir una parte importante de esos vencimientos anuales de deuda;**

ii) Por otro lado, es un gigante inmobiliario, con una gran cartera de activos en uno de los países más ricos del mundo como Alemania, **con un alto “rating” crediticio (BBB+ según S&P),** hecho que facilitará la emisión de bonos (a un tipo de interés mayor sin duda) para ir refinanciando sus vencimientos de deuda. **El programa de venta de activos para repagar deuda también dará tranquilidad a sus financiadores** a la hora de emitir nuevos bonos.



Como vengo repitiendo en mis cartas a los socios, aunque el mercado siempre tiene factores de incertidumbre, **confío en el potencial de nuestra cartera por su fuerte perfil de generación de caja y crecimiento al mismo tiempo.**

La composición de nuestra cartera según el tipo de inversión (estratégica o arbitraje) es la siguiente:



Fuente: elaboración propia.

-*Inversiones estratégicas: empresas a mantener en cartera durante periodos de tiempo largos o relativamente largos según su evolución. Suelen tener una fuerte posición de mercado, negocios con muy altas barreras de entrada, crecimiento sostenible en el largo plazo y fuerte generación de caja. **A la hora de invertir en este tipo de empresas la gran incógnita es saber hasta cuánto es razonable pagar, pues algunas cotizan a múltiplos muy altos.** Nuestra cartera incluye principalmente empresas de software, comercio electrónico, media, semiconductores y "fintech". Entre otras empresas están Microsoft, VISA, Global Payments, Alibaba, Alphabet, KLA Corp., etc.*

-*"Arbitrajes": así llamadas por mí, no tienen por qué tener todas las características de las inversiones estratégicas y suelen ser inversiones para el corto/medio plazo. Son compañías claramente infravaloradas, empresas en las que existe un claro arbitraje de múltiplos, "cash cows" a precios bajos, o empresas en las que algún evento corporativo o de mercado vaya a aumentar su precio. Algunas de ellas tienen fuertes posiciones de mercado con altas barreras de entrada. Principalmente son empresas de infraestructura, energía, logística y bancos. Entre ellas están ACS, Citigroup, Stellantis, ATCO, Vonovia, TAG Immobilien, etc.*

Si alguno de vosotros quiere hablar conmigo, os animo a que me enviéis un email a la dirección de correo abajo indicada y fijamos una hora para hablar. También os invito a seguirme en Twitter (@IPCastelblanque)

Un saludo

Ignacio Pérez,

Gestor e inversor, GPM Cirene Capital

ignacio.perez@gpmbroker.es

Para más información del fondo o para contratarlo puedes contactarnos en

info@cirene.es

<https://gpmsv.com/servicios/fondos/gpm-cirene-capital/>

* Este documento no constituye una oferta o recomendación para la adquisición, venta o cualquier tipo de transacción con las participaciones del Fondo. Ninguna información contenida en él debe interpretarse como asesoramiento o consejo. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en vigor en cada momento. Las Inversiones de los fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que el valor de adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. Pese a que la información utilizada en el análisis de valores se considera fiable, no se puede garantizar la exactitud de la misma y las valoraciones y proyecciones estimadas podrían no cumplirse. Las posiciones mostradas son a fecha de publicación del presente documento y son susceptibles de cambios sin previo aviso.