

Attitude.

A photograph of a mountain peak, likely Mount Everest, with a clear blue sky and some clouds. In the foreground, there are many colorful prayer flags (yellow, red, green, blue, white) strung across the mountain slope.

Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Septiembre 2025

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, que termina con una revalorización del fondo del **+4.92%**, lo que sitúa la rentabilidad del año en **+18.33%**. Es un resultado excelente, pero aún queda el último toro trimestral por torear. Durante el periodo, los valores que más han aportado han sido **Repsol**, **CIE Automotive** y **Grifols**. Los que peor nos han tratado han sido **TGS**, **Verallia** y **Corticeira**. Las mayores compras que hemos realizado han sido en **Puig**, **Iberpapel** y **Viscofan**. Las mayores ventas han sido en **Repsol**, **Grifols**, **Alibaba** y **Porsche**. Las tres primeras (**Repsol** es solo una bajada de peso, sigue presente en la cartera) han sido después de un desempeño espectacular y en cambio **Porsche** no ha ido nada bien. Creo que la compañía sigue siendo interesante y está a una valoración razonable, pero tal y como están las cosas veo que hay alternativas mejores. Es una inversión que ha salido mal y nos ha costado un buen pellizco, pero no veo motivos para seguir invertidos en ella y renunciar a mejores alternativas. En la última presentación de resultados, se dio información nueva. Lo más destacable fue una tremenda recogida de cable con el tema de la electrificación de la gama de vehículos. Anunciaron que tendrán un sustituto (con nuevo nombre) del Macan de combustión para “finales de la década”. El Macan era uno de los modelos más exitosos, siendo el más vendido durante varios años, y su abandono siempre pareció una idea manifiestamente mejorable. En el caso de los 718 en sus dos variantes, Boxster y Cayman, ocurre algo parecido. Que ahora den marcha atrás y vuelvan sobre sus pasos nos hace dudar de la capacidad de gestión de la directiva. Si a eso le añadimos las declaraciones del CFO durante dicha conferencia en la que dijo que no alcanzarán márgenes del 20% durante esta década, creo que no vale la pena estar ahí ahora mismo. Vendimos las acciones por encima de 45 euros y con ese dinero compramos **CIE Automotive** por debajo de 26.

Puig es una compañía española fundada hace más de cien años por la familia que le da nombre y gestiona desde entonces. Opera en el mercado de belleza Premium en las categorías de “Fragancias”, “Maquillaje” y “Cuidado de la piel”. Vende en más de 150 países y cuenta con filiales en más de 30. Cuenta con marcas como Rabbane, Carolina Herrera, Jean Paul Gaultier, Nina Ricci, etc. **Puig** es una compañía que tiene una historia bursátil muy breve ya que salió a cotizar en mayo del año pasado. La colocación fue a 24,5 euros por acción, precio que en aquel momento se nos antojó carísimo, por lo que no participamos en ella. El precio de hoy es bien distinto ya que estamos comprando por debajo de 14 euros por acción. Aún puede quedar algún tiempo de travesía por el desierto, como suele pasar cuando un valor cae tanto, pero aquí ya vemos margen de seguridad para una compañía que crece, con buenos márgenes, un accionista mayoritario que se la juega y un múltiplo sobre beneficios razonable. Esto ahora mismo no vale 24,5 ni en broma, pero creo que 18 no es algo descabellado. El mercado ha aplicado un castigo excesivo y veo probable alcanzar dicho precio en los próximos dos o tres años, lo que supondría una rentabilidad muy satisfactoria.

Iberpapel es una pequeña compañía española y dedicada a la fabricación de papel, para sorpresa de nadie. Es pequeña, sencilla y aburrida, pero capitaliza alrededor de 200 millones de euros y tiene en caja más de 100. Es cuestión de tiempo que a ese dinero se le dé un uso, que bien podría ser en forma de reparto de un dividendo extraordinario. El negocio de la compañía no es especialmente boyante, pero sí que da para ganar más de 15 millones de euros al año. Si calculamos el PER ajustando por la caja disponible, nos movemos en niveles de una sola cifra por lo que creo que el riesgo de pérdida es muy bajo. No tengo una visión especialmente positiva de la economía ni de los mercados, por lo que tener valores que presenten esta asimetría entre rentabilidad y riesgo me parece muy interesante. Salta a la vista que muchas de las compañías en cartera se han seleccionado por su carácter defensivo y conservador e **Iberpapel** es una de las más claras.

Viscofan es una compañía que nos encanta y encaja a la perfección con la filosofía del fondo. Su flojo comportamiento en los últimos meses nos ha permitido comprarla. Es el líder mundial en la poco glamorosa

tarea de fabricar envolturas para productos cárnicos, ya sean salchichas, embutidos, etc. Nos gusta por varios motivos, como operar en un mercado con muy pocos participantes, ser muy eficiente en costes y vender un producto de calidad que supone un coste muy pequeño sobre el precio final del producto. La envoltura de una salchicha cuesta alrededor del 1% de su precio de venta, por lo que el fabricante y cliente de Viscofan, tiene poco incentivo a cambiar de proveedor en busca de un ahorro que siempre conlleva ciertos riesgos. Este conjunto de factores otorga a la compañía un notable poder de fijación de precios, cosa que en un contexto de inflación como el actual es especialmente importante. Creemos que será capaz de repercutir al cliente buena parte del incremento de costes necesarios para su proceso productivo. Comparte cualidades con otras compañías como **Miquel y Costas** o **Corticeira Amorim**, que aportan una tranquilidad a la cartera que es impagable en estos tiempos por lo que le auguramos una larga estancia con nosotros.

Durante el trimestre, los mercados bursátiles han continuado subiendo. Moderadamente en Europa y desenfrenadamente en Estados Unidos. Allí siguen disfrutando la fantasía y comprando todo lo que huele a Inteligencia Artificial como si lo fueran a prohibir. Ojalá fuese tan inteligente como para entender los números que deben estar mirando, si es que miran algo. No quiero extenderme mucho con el tema, porque ya me canso hasta yo de escucharme decir siempre lo mismo, pero la probabilidad de que aquella juerga acabe en lágrimas es, a mi juicio, altísima. Ya incluso hemos entrado en esa etapa donde las empresas empiezan a enredarse con compras entre ellas, cambios de participaciones accionariales y demás maniobras propias de la fase en que la fiesta toca a su fin. Reconozco sin pudor que voy a disfrutar cuando el fuego purificador haga acto de presencia y demuestre una vez más que aquello de “soñar es gratis” no incluye los mercados financieros. Entre tanto nuestra cartera, compuesta por negocios más predecibles y con valoraciones muy razonables, ha seguido comportándose bien. Si continua esta euforia no vamos a ser capaces de aguantar el ritmo de los índices, pero creo que si vienen mal dadas soportaremos mejor los golpes.

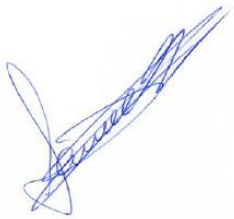
Llevamos ya unos meses incrementando poco a poco la presencia de la renta fija en la cartera del fondo. Ya tenemos un peso bastante respetable, con más de un 20% de nuestro patrimonio en dicho activo. El análisis que hacemos de las posiciones de renta fija no es muy diferente del que hacemos con la renta variable. Buscamos compañías que nos ofrezcan un retorno que compense el riesgo asumido. Bien es cierto que aquí sí que buscamos rentabilidades por encima de las que ofrecen las emisiones consideradas más seguras, por lo que el teórico riesgo asumido es mayor. Y digo teórico porque hay emisiones que ofrecen una alta rentabilidad por motivos que no implican un riesgo de impago acorde a ella. Ese es el caso de nuestras mayores posiciones, **International Petroleum** y **Golar**. Ambas compañías acaban justo de emitir sus nuevos bonos a cinco años. Ambas con vencimiento en octubre de 2030 y con idéntico cupón del 7,5%. El mercado se fija en los aspectos negativos y se queda con que ambas son compañías pequeñas, sus negocios están relacionados con la energía, **IPCO** es una compañía medio canadiense medio sueca con solamente un bono en mercado y **Golar** tiene negocios en Argentina. Nosotros preferimos quedarnos con que tienen un buen *track record* y un futuro prometedor por delante que les permitirá hacer frente a los pagos sin problemas. Igual que nosotros piensan sus accionistas, que han visto como ambas cotizaciones se han multiplicado por 5 y por 8 en los últimos 5 años. Recordamos que un eventual impago de los bonos implicaría la pérdida total del valor de las acciones.

Otro bono que nos parece interesante y que por tanto está presente en la cartera es uno emitido por la archifamosa **Meta**, la artista antes conocida como Facebook. Sus acciones cotizan a unos múltiplos demasiado caros y exigentes para nuestro gusto, pero el bono es bien distinto. La fijación de los precios de los bonos corporativos siempre se realiza sumando un diferencial o *spread* a la rentabilidad que ofrece el bono a ese plazo del gobierno del país en cuestión. En nuestro caso, el bono estadounidense a 30 años rondaba el 5% en el momento de la compra y el diferencial de Meta era de unos 85 puntos básicos. Tenemos, por tanto, un bono que ofrece una rentabilidad a vencimiento del 5,85% a los precios de compra. Si los tipos de interés bajan o el diferencial de Meta respecto al bono del tesoro se reduce, el precio del bono subirá y viceversa. Esos movimientos del precio son más acusados cuanto más largo (más tiempo falta para el vencimiento) sea el bono, así que nuestro 2063 lo hará con alegría. Yo creo que el movimiento será a nuestro favor y en algún momento podremos vender

el bono con jugosas plusvalías. Lo que tengo claro, es que entre tanto iremos cobrando nuestro cupón y que el bono presenta un riesgo de impago prácticamente nulo.

La gran mayoría de las oportunidades que encontramos están denominadas en dólares. Esto, que añade un factor de riesgo adicional por las fluctuaciones del tipo de cambio, no nos supone demasiado problema. Justo en el momento de escribir esta carta se ha producido la dimisión del primer ministro francés, añadiendo presión a una Europa que camina hacia el desastre. Con unas políticas energéticas y de inmigración que bien podría haber diseñado nuestro peor enemigo, un nivel de burocracia que desincentiva cualquier emprendimiento y una prensa corrupta hasta la médula es muy difícil que la economía tenga un desempeño deseable. Nuestro único gran invento, el tapón que no se separa de la botella de plástico, lo va a tener difícil para justificar que el euro suba a largo plazo respecto al resto de divisas, por lo que tener activos en dólares no es de las cosas que más nos incomodan.

Muchas gracias por su confianza.



Daniel Varela Sánchez