

Attitude.



Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Diciembre 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 2025, que ha sido el mejor año del fondo hasta la fecha. La rentabilidad obtenida ha sido del **18,66%** y el patrimonio gestionado ha crecido notablemente, pasando de 42.1 millones al inicio del año a los 76.4 millones actuales. También me gustaría destacar que en la edición anual de los premios Rankia hemos resultado ganadores en nuestra categoría. Por todo ello, creo que es un año muy satisfactorio y difícilmente repetible. Enhorabuena a todos los copartícipes y muchas gracias por su confianza y paciencia durante los malos momentos, sin ellas nada de esto habría sido posible.

Durante el cuarto trimestre, los valores que más han aportado han sido **TGS, CIE Automotive y Yellow Cake** y los que peor se han comportado han sido **Kosmos Energy, The Italian Sea Group y Crescent Energy**. Las principales compras han sido en **Inmobiliaria Colonial, Edenred, Pluxee, Prosegur Cash y Viscofan** y las mayores ventas en **TGS, Acerinox, Valaris y Repsol**. **Inmobiliaria Colonial** es una compañía con poco misterio. Es una SOCIMI especializada en el sector de oficinas prime en París, Madrid y Barcelona. No es un valor que vaya a dar grandes sorpresas en cuanto a resultados, pero cotiza con un importante descuento contra el valor de los inmuebles. Ahora mismo no veo las oportunidades de inversión que había hace 3 o 4 años y que nos han permitido tener buenas rentabilidades. Seguimos teniendo cosas muy interesantes en cartera, cuyo potencial compensa con creces el riesgo asumido, pero ya no son a balón parado como eran antes. Por tanto, un valor como **Colonial**, con resultados muy predecibles y un margen de seguridad amplio, tiene que tener un sitio destacado dentro de la cartera. Cotiza sobre 5,3 y gana algo más de 30 céntimos por acción, que reparte íntegramente en dividendos. Eso supone una rentabilidad cercana al 6% y un riesgo de caídas mucho más limitado que el resto del mercado. Además, al cotizar con tanto descuento sobre el valor de los inmuebles, cualquier venta que realicen a precios de mercado será celebrado por la cotización. No deja de sorprenderme como sigue la gente matándose por comprar al contado pisos para alquilar con rentabilidades brutas del 3%, los costes de transacción tan disparatados que conlleva escriturar y la reducida liquidez en caso de tener que vender con prisas pudiendo invertir en su lugar en **Colonial**.

Edenred y Pluxee son dos empresas que operan en el sector de la gestión de beneficios para empleados y retribución flexible. Probablemente estén ustedes familiarizados con los antiguos cheques restaurante o cheques gourmet, que han ido pasándose al formato digital. Ese sistema es la principal línea de negocio de estas compañías. Dependiendo de la normativa de cada país, puede haber deducciones no solo para alimentos sino también para transporte público, gimnasios, guardería, etc. Mediante este método, las empresas pueden optimizar la fiscalidad de los empleados, ya que ciertas cantidades entregadas en este formato están exentas de tributación para ellos. Nuestras compañías reciben ingresos principalmente por tres vías. La primera, mediante las comisiones que cobran a las empresas por acogerse a su programa de retribución flexible. La segunda, por las comisiones que cobran a los comercios que atienden a los empleados beneficiarios. Y la tercera es el resultado financiero que obtienen por disponer del dinero que la empresa paga el día 1 de cada mes hasta que los empleados lo van gastando. El negocio es de lo más apetitoso. Es tremendamente escalable, genera muchísima caja y es un mercado oligopolístico, por lo que no parece probable que entren muchos más competidores. El único problema que veo, que no es cosa de poco, es la amenaza de mayor presión regulatoria. De hecho, este es el motivo de las bajas cotizaciones tras el endurecimiento visto en países como Italia o Brasil. Creo que el margen de seguridad es amplio a estos precios y veo poco incentivo a que el regulador haga mucho más daño ya que a fin de cuentas este modelo favorece a todas las partes implicadas. A las empresas, que tienen un sistema muy cómodo y sencillo con el que trabajar, a los empleados que ven aumentar su renta disponible y a los comercios que ven como sus ventas aumentan al verse obligados los perceptores a consumir el saldo que van recibiendo.

Tenemos posición en ambas compañías, ya que se trata de una inversión relevante y vemos prudente no concentrar todo en una. Creo que es de las inversiones más claras que hay ahora mismo.

Prosegur Cash es la filial de Prosegur dedicada a la gestión y transporte del efectivo, siendo por tanto la dueña de esos furgones amarillos tan reconocibles. Ya ha estado presente en la cartera con anterioridad y ahora la hemos vuelto a incorporar a un precio notablemente inferior al de nuestra última venta. Creemos que está tremendamente barata, que su negocio no es malo ni se enfrenta al declive que muchos vaticinan y que hay una probabilidad alta de que se vea envuelta en movimientos corporativos. El principal accionista, con más del 81% de los títulos es Prosegur. En los últimos meses, el diferencial de cotización entre ambas compañías ha sido notable y muy favorable a la matriz. Dado que la mayor parte del beneficio de la matriz lo obtiene por su participación en **Cash**, es muy difícil justificar la diferencia de precios actual. Las alarmas son un buen negocio y los vigilantes de seguridad por fin empezaron a generar caja, pero eso no es suficiente. La propietaria de Prosegur, Helena Revoredo, ha demostrado ser muy hábil en la gestión del capital. Lanzó una OPA sobre la matriz hace dos años cuando cotizaba a un precio de risa y no creo que se le escape lo que aquí escribo. Tiene muy poco sentido que coticen las dos compañías de forma independiente y más cuando ella tiene el 73% de las acciones de Prosegur que a su vez posee el 81% de las acciones de la filial. Es cuestión de tiempo que haya movimiento y lo bueno es que comprando a este precio se puede esperar tranquilo mientras se cobra un jugoso dividendo.

De **Viscofan** escribíamos esto el trimestre anterior: *“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 glamourosa 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.”* Pocos días después, saltó un “escándalo” cuando unos individuos sospechosos, sesgados y bastante cutres acusaron a la compañía de contaminar el medio ambiente, poner en peligro a los empleados, envenenar a la población y alguna otra lindeza. **Viscofan**, la nueva Al Qaeda. A raíz de esto, se creó una oportunidad, rara vez vista, de comprar la compañía a un múltiplo muy inferior a sus niveles históricos. Actualmente es nuestra mayor posición y confiamos en que la incertidumbre que rodea al valor no tarde en despejarse.

De las ventas realizadas, todas responden a su buen comportamiento y a haber alcanzado niveles donde ya son menos competitivas que otras alternativas. El caso de **TGS** es algo distinto, ya que fue simplemente disminuir algo el peso en cartera porque teníamos muchísimas. A día de hoy sigue estando entre las diez primeras posiciones.

Siempre es difícil hacer previsiones para el año, que curiosamente es de las cosas que más me preguntan, pero este 2026 ya apunta directamente a algo marciano. Llevamos dos semanas y ya tenemos Venezuela patas arriba. Con el humor que le caracteriza, el presidente Trump comenzó hablando de la lucha contra el narcotráfico como motivo para ello. No terminaba de encajarnos un viaje tan largo con lo cerca que tiene las juntas de accionistas de Palantir, pero pocos días después ya reconoció abiertamente que el petróleo venezolano tenía algo que ver. De esto se pueden extraer muchas conclusiones, una de ellas es que el petróleo tal vez no sea tan abundante y seguro como quieren hacer ver. La narrativa de que hay un exceso de producción y que además se puede aumentar fácilmente en caso de necesidad yo no la veo por ningún lado y sigo pensando que cada día compramos más papeletas para tener el precio del petróleo muy por encima de los niveles actuales en un futuro cercano. De hecho, la realidad de las reservas venezolanas, según muchos las más elevadas del mundo, pueden hacer caer el guindo a más de uno. Veremos cuántas hay realmente, lo que cuesta extraerlas con la infraestructura que deja el maravilloso socialismo y la calidad del petróleo extraído que probablemente sirva para hacer asfalto y poquito más. Muchas incógnitas como ven. Lo que parece claro es que nunca veremos que un país invada a otro

por sus energías renovables. Por si este lío no fuese suficiente, tenemos muchos otros frentes abiertos. Trump sigue empeñado en que la Reserva Federal baje tipos y en mayo, cuando termina el mandato del actual presidente, pondrá al frente a uno que no le tiemble el pulso a la hora de hacerlo. Veremos donde termina la inflación y a cuánta gente de rentas bajas machaca por el camino. Tampoco es cuestión baladí la magnitud de los déficits de la mayoría de gobiernos alrededor del mundo. En algún punto, pasará a ser el tema central de las tertulias y créanme que no será una conversación bonita. Las valoraciones de los sectores de moda suponen otro riesgo notable. Las narrativas como vienen se van y dada la magnitud del tinglado que han montado, es difícil que quien tiene el coraje para seguir metido en ese sector vaya a salir de manera ordenada cuando llegue el momento. El único aspecto positivo, que en el fondo es el más importante, es que tenemos en cartera empresas a muy buenos precios. Creo que no tenemos por delante años tan buenos como este último, pero sí que podemos seguir generando rentabilidades satisfactorias con un nivel de riesgo que yo considero tolerable. Volatilidad va a haber y probablemente mucha, pero confío en que podamos capearla como hemos venido haciendo hasta ahora.

Muchas gracias por su confianza y Feliz 2026.



Daniel Varela Sánchez