



Resumen Cuarto Trimestre 2025

Attitude Small Caps, F.I.

Gestor: Rodrigo Villanueva

Q4 2025

Los inversores hacen posible este proyecto



GRACIAS



Gracias a todos los inversores que forman parte de este proyecto
581 partícipes
9.4M€ bajo gestión



Q4 2025

Que vamos a ver en este trimestral



Fondo de Inversión
Attitude Small Caps

CAE MADURO ¿Y ahora qué?

Repasamos la actualidad actual del mercado y cómo puede afectar la transición venezolana al mercado. ¿Qué puede hacer China? ¿Cómo actuar?

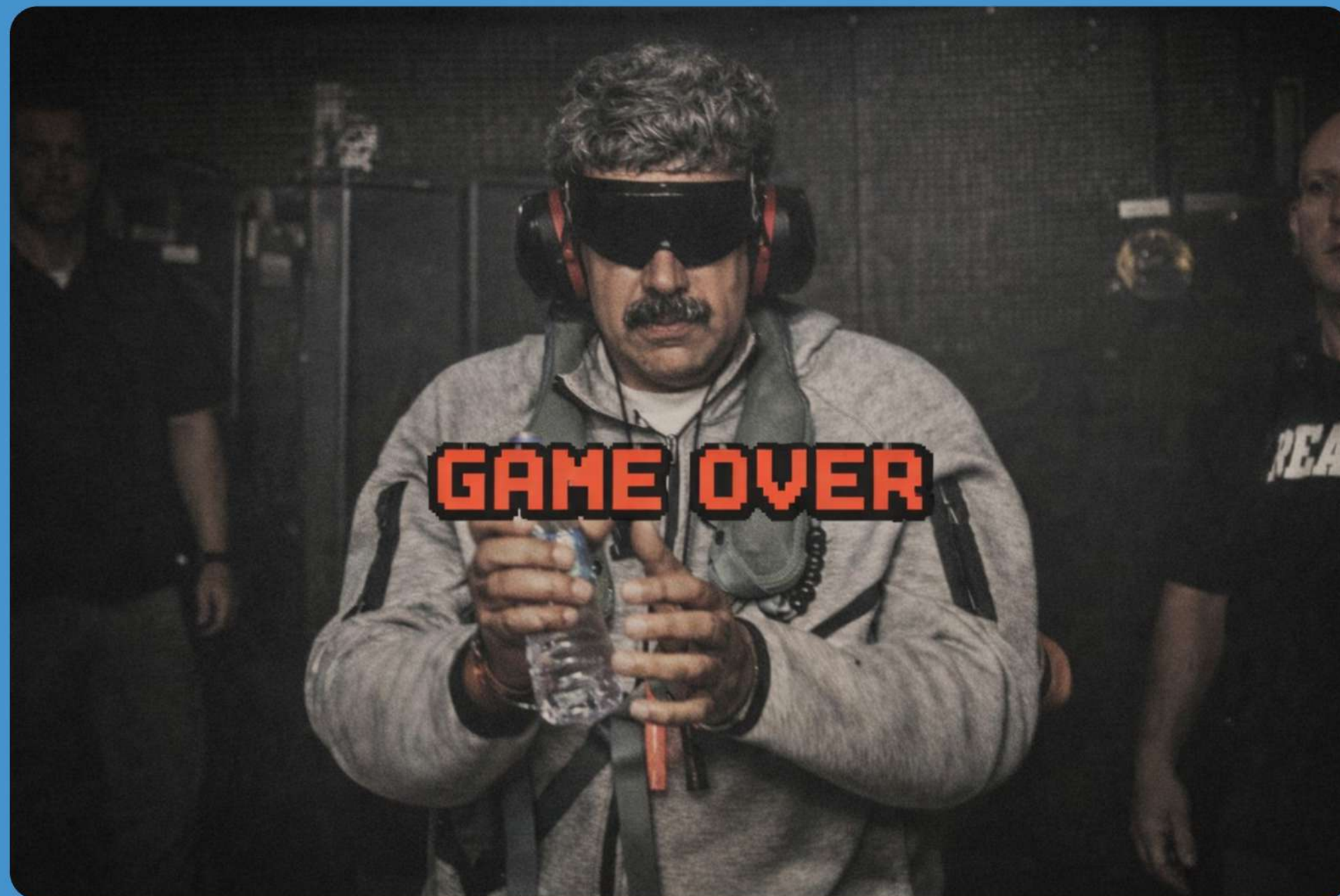
IA, TEMÁTICA NUEVA EN EL CANAL Hablaré sobre lo que tengo pensado este año relacionado con el canal. ¡Inversión + IA!

SP&500 VUELVE A CERRAR EN POSITIVO ¿De dónde viene la rentabilidad histórica del SP&500? ¿Burbuja o oportunidad?

INVERTIR EN SMALL CAPS, UN TRABAJO EN EXTINCIÓN Hablaremos sobre el trabajo que realizo en el fondo y las particularidades que tiene.

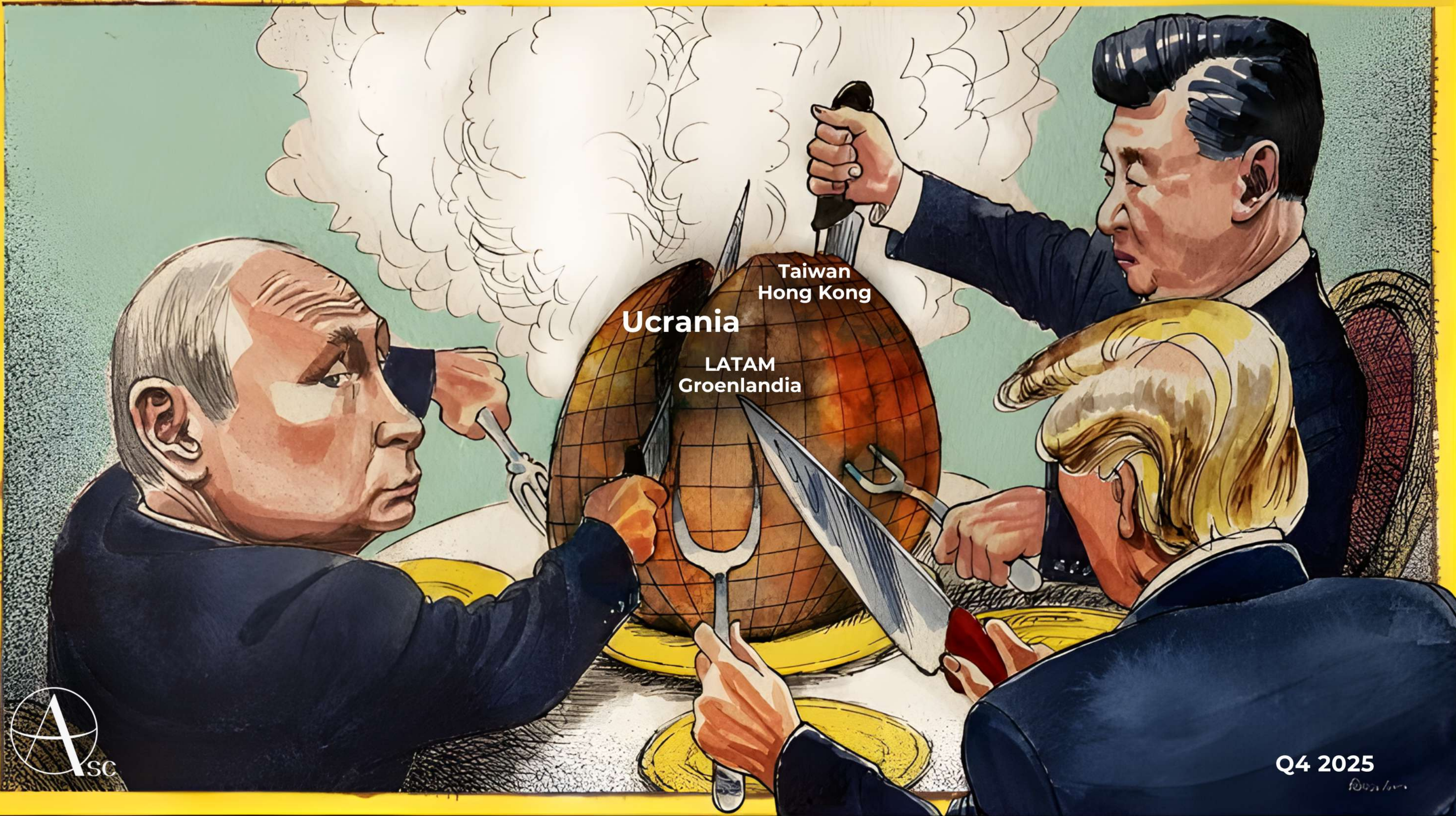
RESULTADOS Y COMPOSICIÓN DE LA CARTERA Repasaremos como está la cartera del fondo de inversión actualmente.

ENTRADAS Y SALIDAS Vamos a ir empresa a empresa repasando los cambios en la cartera respecto al anterior trimestre. Hablaremos de International Housewares, Semapa y Chaoju Eye.



CAE MADURO ¿Y AHORA QUÉ?

Q4 2025



Ucrania

Taiwan
Hong Kong

LATAM
Groenlandia

Vuelve el Estados Unidos más imperialista. El intervencionismo yankee desde el siglo XX:

■ AMÉRICA LATINA

Cuba (1902–presente)
Panamá (1903–1999; invasión 1989)
Haití (1915–1934; 1994)
Guatemala (golpe de Estado, 1954)
República Dominicana (intervención militar, 1965)
Chile (intervención política y golpe, 1970–1973)
Nicaragua (financiación de la Contra, años 80)
Granada (invasión militar, 1983)
El Salvador (guerra civil, apoyo militar, años 80)
Venezuela (sanciones económicas y presión política, siglo XXI)

■ EUROPA

Alemania (ocupación y bases militares desde 1945)
OTAN (expansión hacia Europa del Este)

■ ORIENTE MEDIO

Irán (golpe contra Mossadegh, 1953)
Irak (1991 y 2003–2011)
Afganistán (2001–2021)
Siria (presencia militar y control indirecto, desde 2014)
Libia (intervención OTAN liderada por EE. UU., 2011)

■ ASIA – PACÍFICO

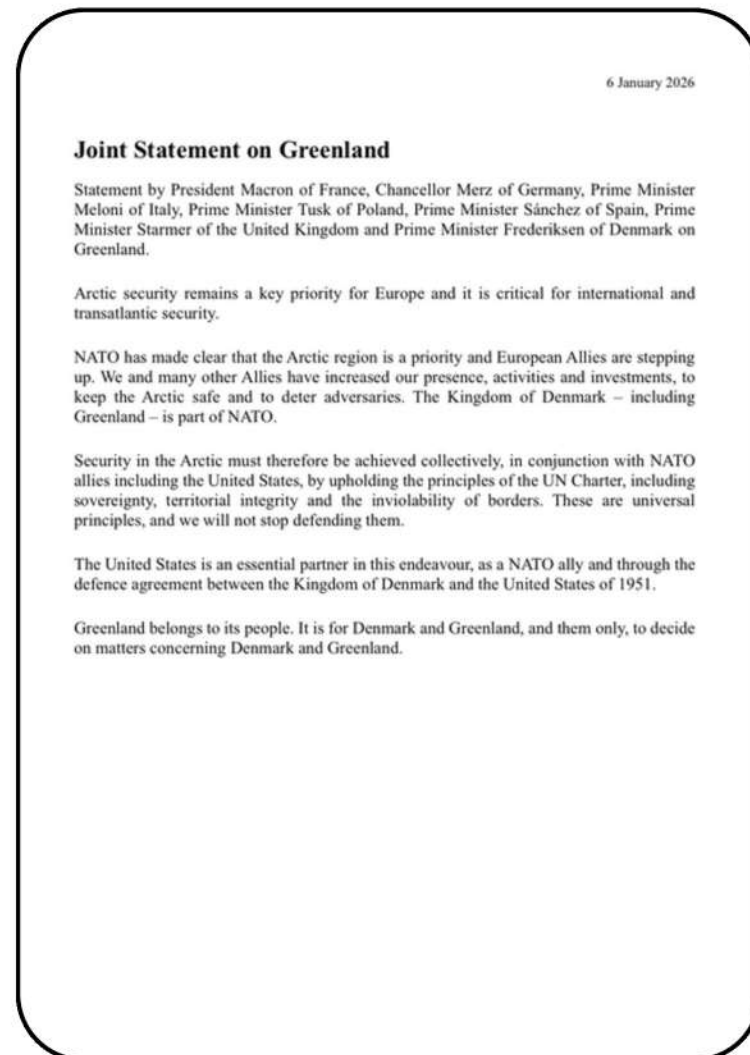
Filipinas (colonización, 1898–1946)
Corea del Sur (guerra y presencia militar permanente, desde 1950)
Vietnam (guerra, 1955–1975)
Taiwán (protección militar y disuasión estratégica frente a China)

■ ÁFRICA

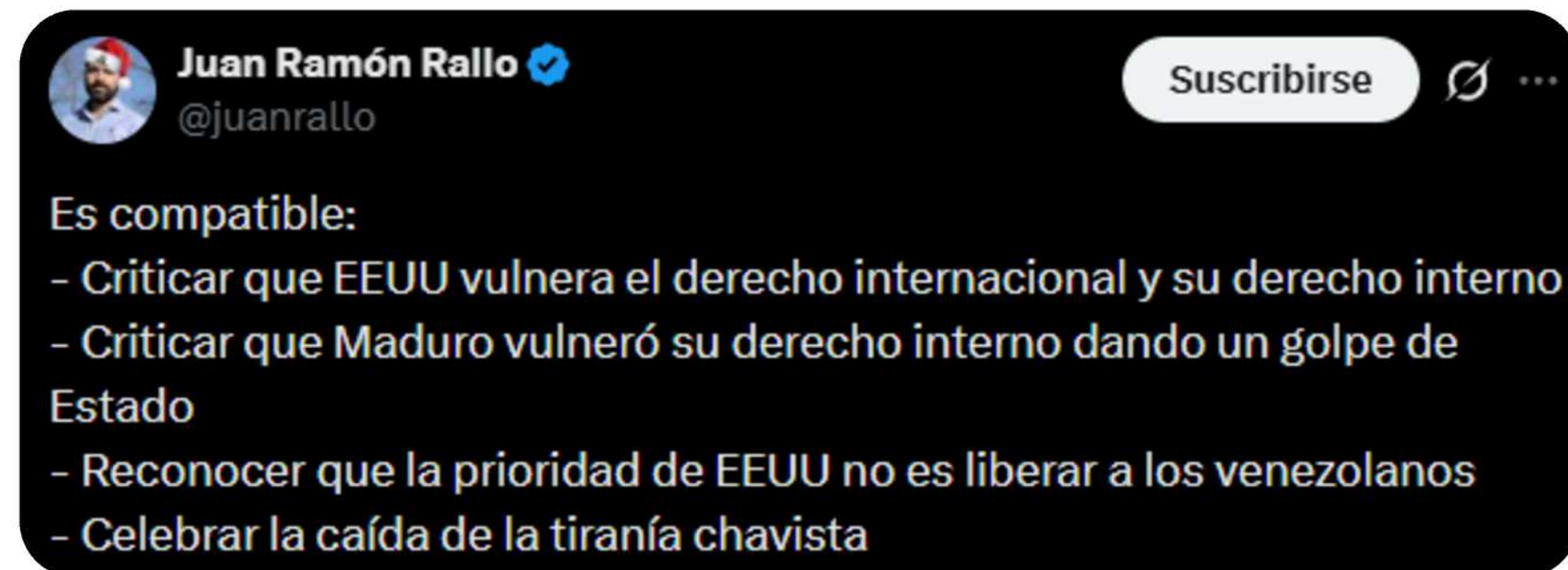
Somalia (intervenciones militares desde 1992)
República Democrática del Congo (influencia indirecta durante la Guerra Fría)



Y Trump, no satisfecho, mete presión a Cuba y Groenlandia



Declaración conjunta de Francia,
Alemania, Italia, Polonia, España, Reino
Unido y Dinamarca.



Un buen resumen sobre la intervención en Venezuela por
parte de Estados Unidos



Venezuela inicia una transición liderada por Estados Unidos



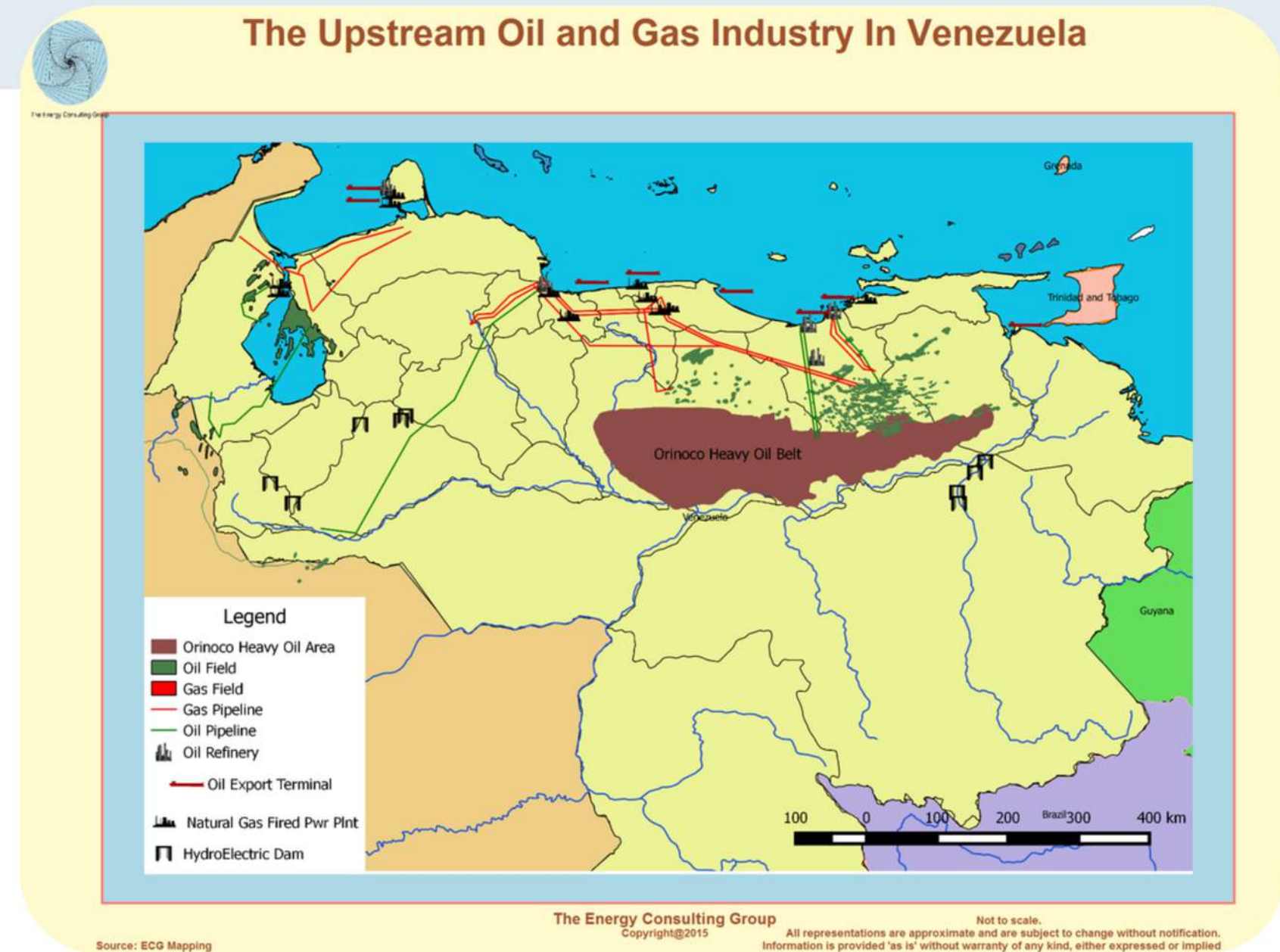
Venezuela tiene las mayores reservas de petróleo, pero CARO

Petróleo pesado y extrapesado (60-80\$ barril)

La mayor parte del petróleo venezolano es pesado y extrapesado, es decir, de peor calidad: Tiene viscosidad alta (difícil extracción), alta proporción de azufres (alto coste de refinado), difícil transporte.

Falta de inversión

Debido a las sanciones, la inversión y actualización de la tecnología de extracción y refinado es muy precaria e ineficiente.



Se necesita inversión, tardará tiempo en afectar al mercado

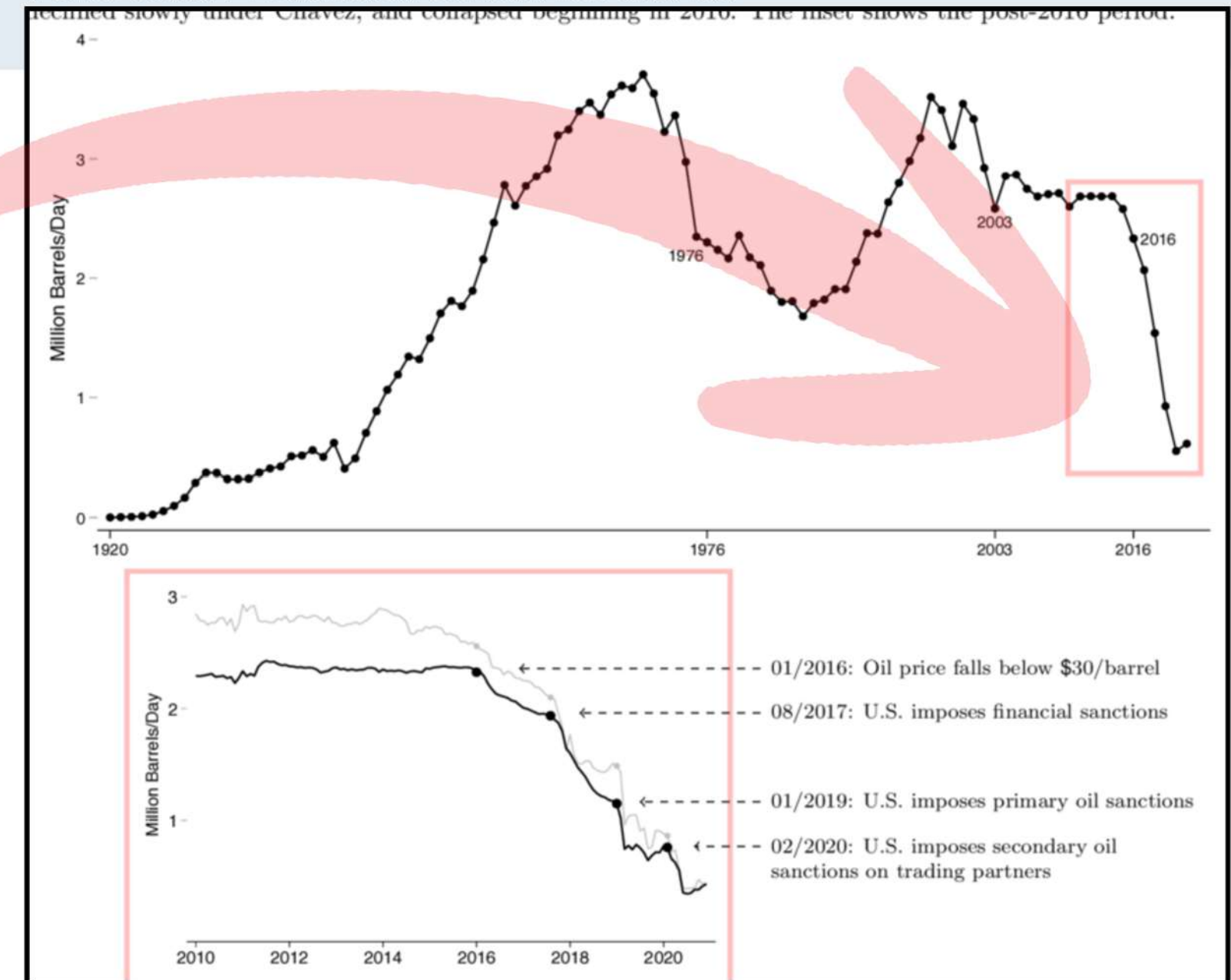
Extracción muy deprimida

Debido a la falta de inversión y el bajo precio del petróleo el volumen de extracción está muy por debajo del histórico: Producción actual 500k-900k bpds vs >4M bps potenciales

Potencial para bajar breakeven a 40-50\$

Con la infraestructura e inversión adecuada, Venezuela podría bajar considerablemente el breakeven haciéndolo rentable a precios actuales. ¿Quién va a pagarlo?

Venezuela: Producción de barriles diarios



Parcialmente sustitutivo del shale americano en declino

Estados Unidos como socio principal

El gobierno americano no se quedará con el petróleo venezolano pero si podemos ver tratos preferentes para empresas americanas tipo Chevron.

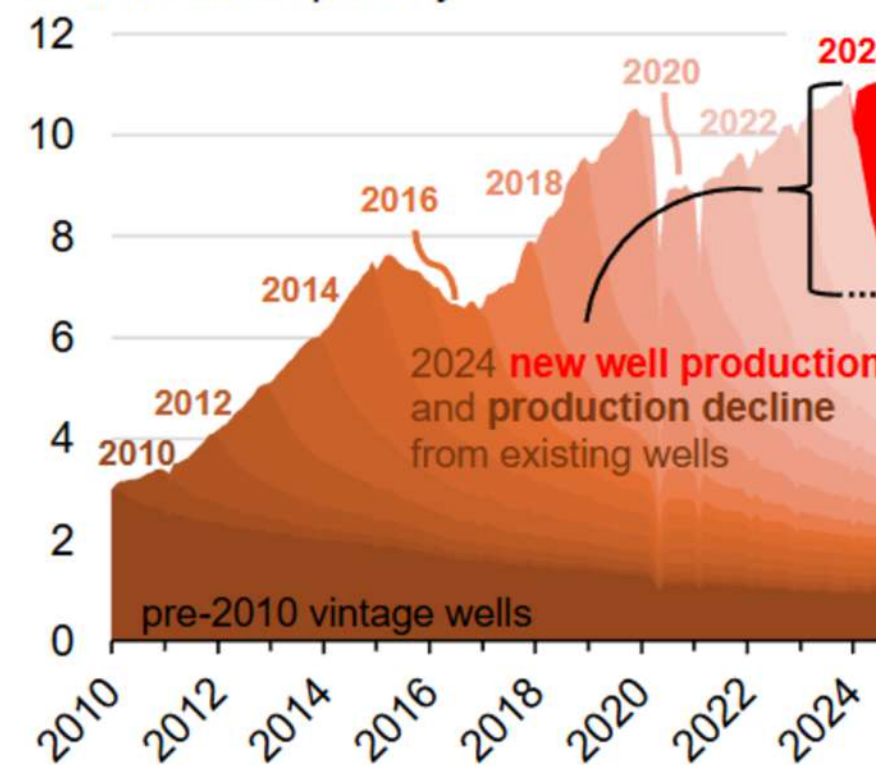
Sustituto del shale oil americano

Tarde o temprano el shale americano empezará a declinar y Estados Unidos necesitará una nueva fuente de petróleo. Potencial de Venezuela 4M bpd vs 21M bpd USA vs 100M Total

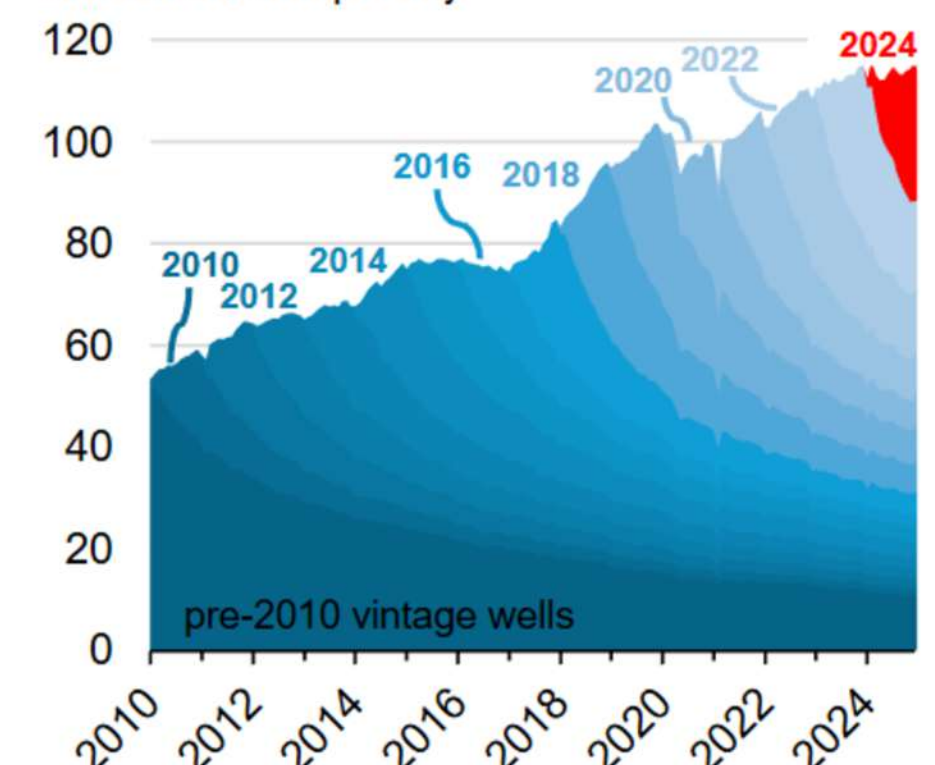
Rapid declines from horizontal wells require more drilling to sustain production

Lower 48 states crude oil and natural gas production by well vintage (2010–2024)

crude oil
million barrels per day



natural gas
billion cubic feet per day



eia

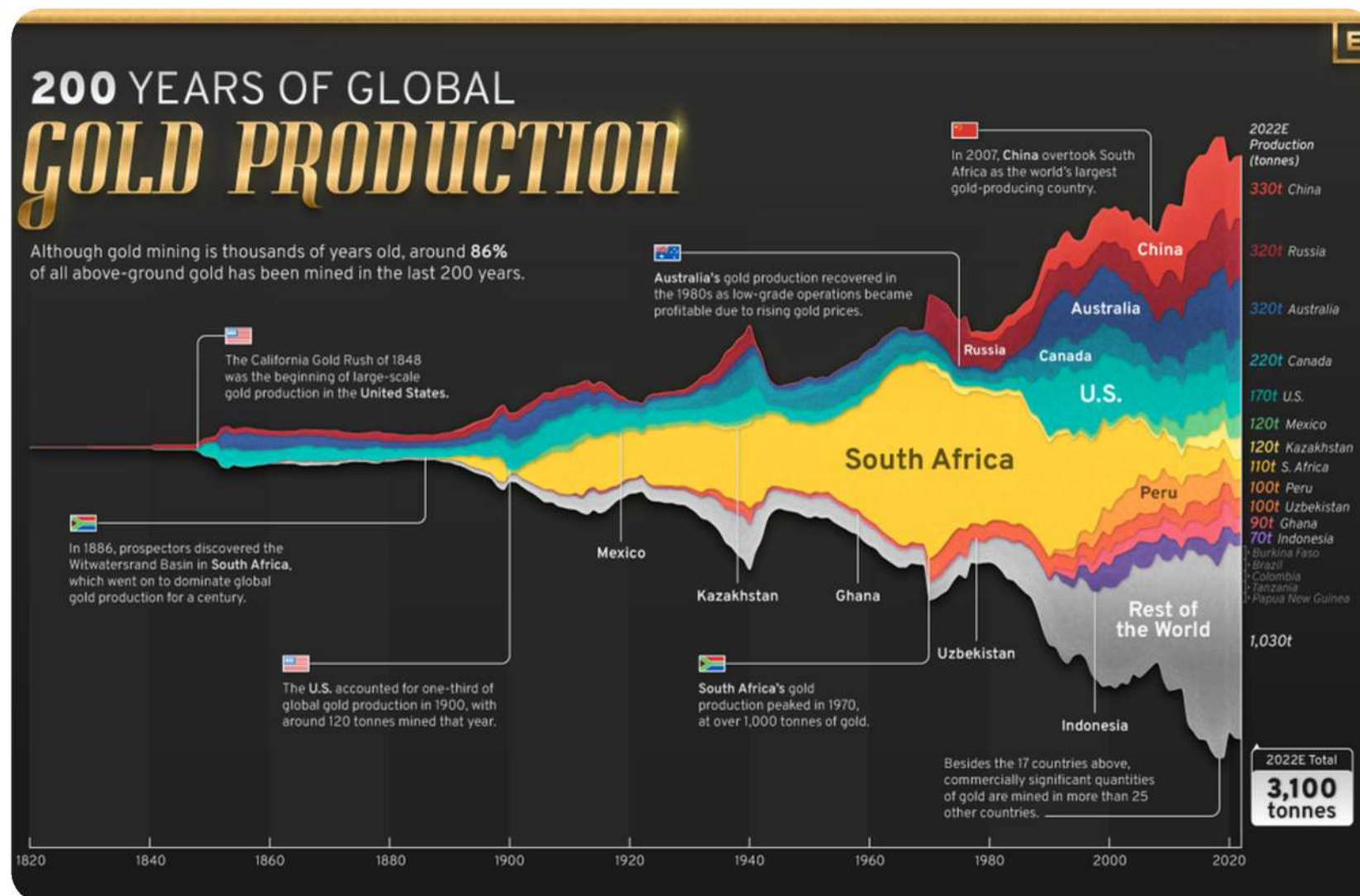
La inversión en Venezuela podría beneficiar a TGS ASA, aún incierto



Mayor inversión = Más servicios sísmicos

Aunque una mayor inversión a medio plazo podría presionar los precios del petróleo a la baja, TGS se vería beneficiada en Venezuela, al tener un nuevo area de exploración prácticamente por explorar y actualizar.

El oro venezolano, de buena calidad, aún por explotar eficientemente



Oro superficial, barato

La mayor parte de las minas de oro son aluviales y superficiales. Con una inversión importante, el breakeven se podría situar en los \$700-\$800. No llevaría tanto tiempo como la inversión en petróleo.

Potencial de extracción pero no crucial

No está tan intervenido por el estado. Se estima que la producción pudiera aumentar 4-5x veces con respecto a la actual hasta las 100-150 toneladas al año, a niveles como Perú que supondría un aumento del 3-5% de la oferta global.

Mina de coltán y tierras raras en Venezuela, activo estratégico

Considerado mineral crítico por USA

Mineral muy crítico debido a que es muy difícil de reemplazar y su producción está muy limitada.

Mineral usado en tecnología

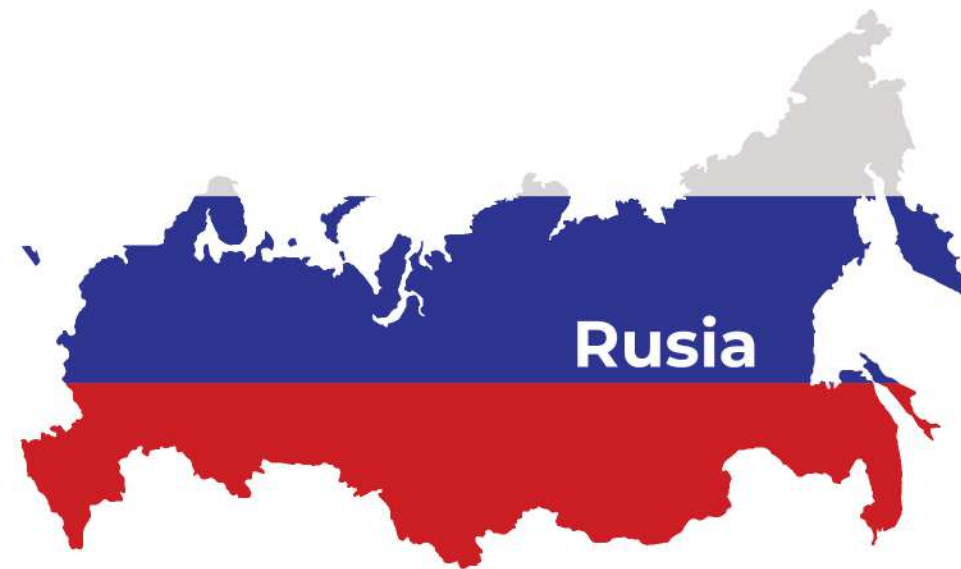
El coltán se usa para la electrónica, las telecomunicaciones, la computación y para usos en defensa y aeroespacial.

No existe una industrial formal en el país

El coltán se extrae de manera artesanal e informal actualmente y donde no existen cifras oficiales de extracción.



Precedente para otros conflictos, alta tensión macroeconómica



¿Qué conclusión podemos sacar de este análisis?

EE. UU. mantiene su política imperialista, con mayor presión de China

El riesgo geopolítico no es puntual, es estructural y donde cada vez aparecen más jugadores

Los recursos estratégicos en países emergentes atraen intervención política

Más focos de tensión y, por ello, mayor incertidumbre global

El precio importa más que nunca

El margen de seguridad debería ser clave a la hora de invertir

El riesgo exigido en la inversión debería ser mayor de lo que el mercado recoge



Canal de Youtube: Integrando contenido de inversión con IA y tesis de inversión



Diseña tu GPT para resumir documentos
(Guía Completa 2026)

1 K visualizaciones • hace 3 semanas



Small Cap Italiana con Catalizadores para
2026: Mi Tesis de Inversión

1,7 K visualizaciones • hace 1 mes



Utiliza el PROMPT ENGINEERING
para invertir. ¡Guía definitiva 2025!

3,3 K visualizaciones • hace 1 mes



¿Cómo utilizar la inteligencia artificial para
invertir?

4,3 K visualizaciones • hace 1 mes

Voy a seguir subiendo contenido cada mes. El próximo sobre como encontrar ideas de inversión utilizando screeners con y sin IA.



¡Podéis dejarme en comentarios alguna temática en especial!

Q4 2025

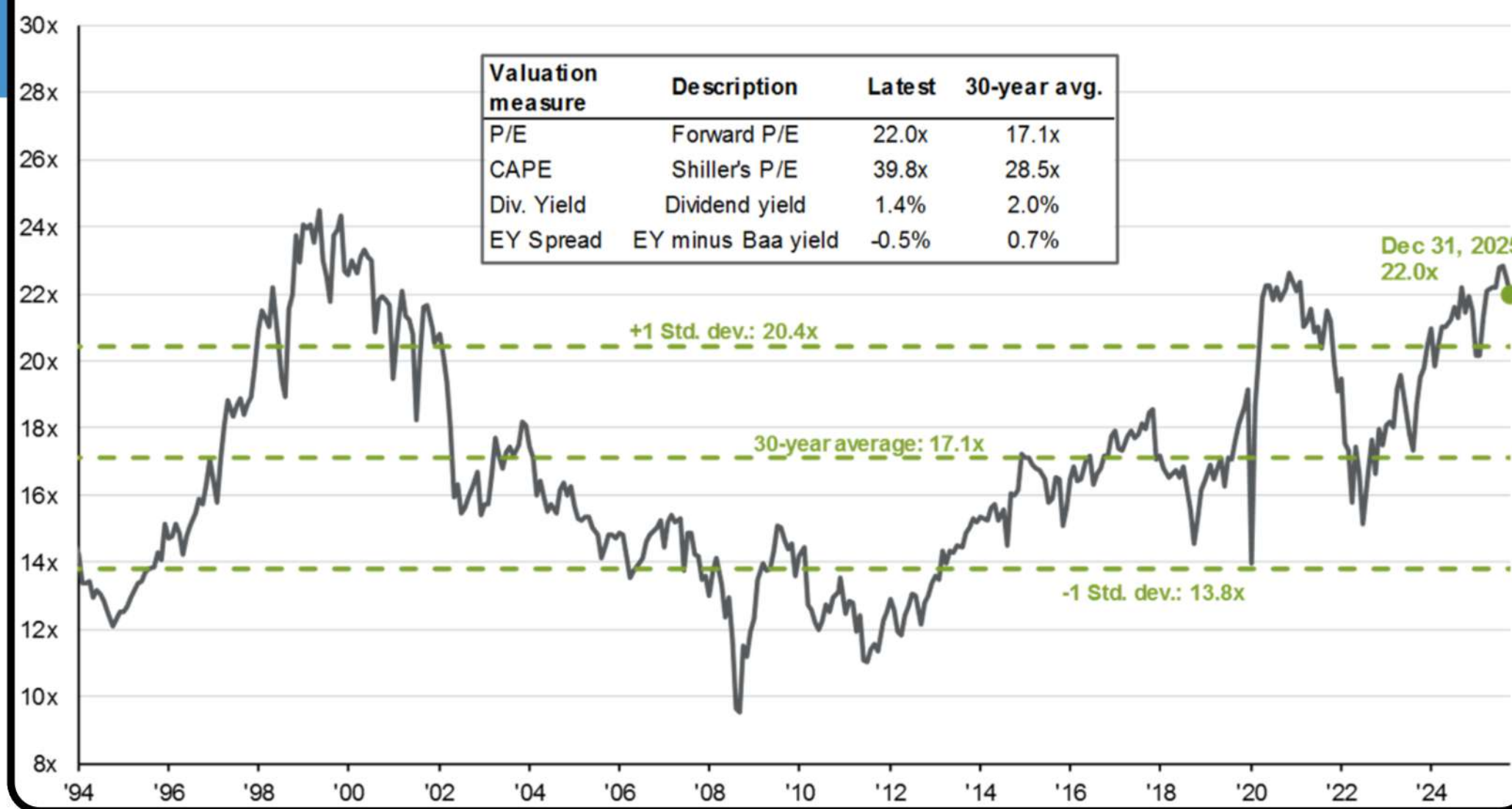


SITUACIÓN ACTUAL DEL MERCADO

Q4 2025

El mercado sigue con altas expectativas y valora un bajo riesgo

S&P 500 index: Forward P/E ratio



Potenciales caídas si el múltipo vuelve al histórico



¿Tenemos margen de seguridad invirtiendo en el SP500? Yo pienso que no



Q4 2025

Tres maneras de generar rentabilidad en una inversión

AUMENTO DEL MÚLTIPLO

Tanto los índices como las empresas suelen cotizar a un múltiplo sobre beneficios que varía con el tiempo. Hay periodos que esta variación te favorece o te perjudica. **Cuanto más largo plazo menor dependencia del múltiplo.**

CRECIMIENTO DEL BENEFICIO

Depende en su mayoría del desempeño de la empresa y es a lo que dedico mi tiempo y análisis, analizar la empresa y ver el valor que puede generar el negocio. **Cuanto más largo plazo, más impacto tiene.**

DIVIDENDOS Y RECOMPRAS

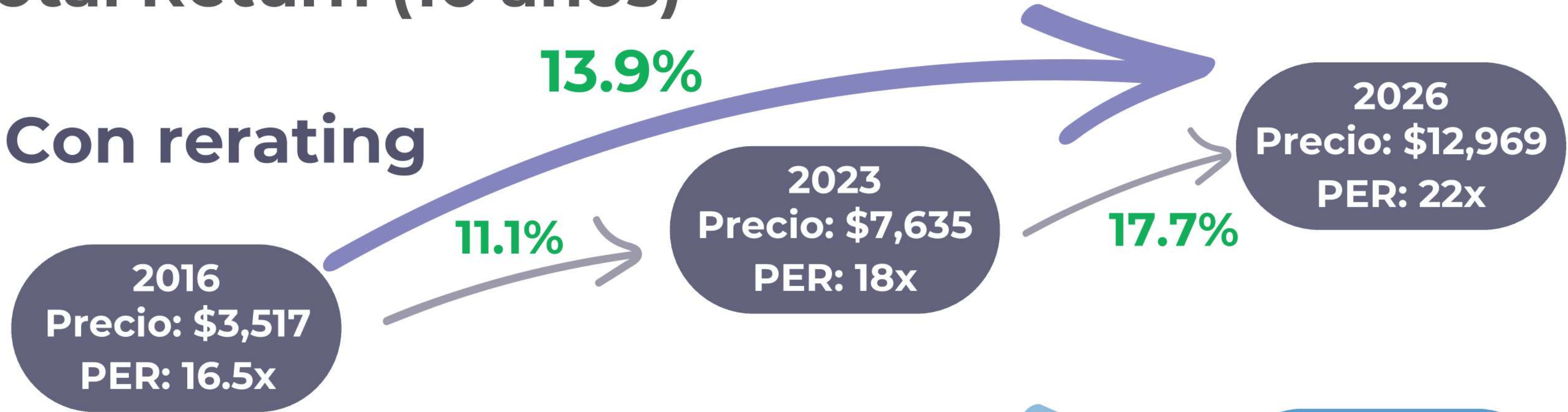
Parecido al crecimiento del beneficio, los dividendos y recompras de acciones dependen en su mayoría del beneficio que consiga la empresa y donde invierta ese dinero. **Cuanto más largo plazo, mayor impacto.**



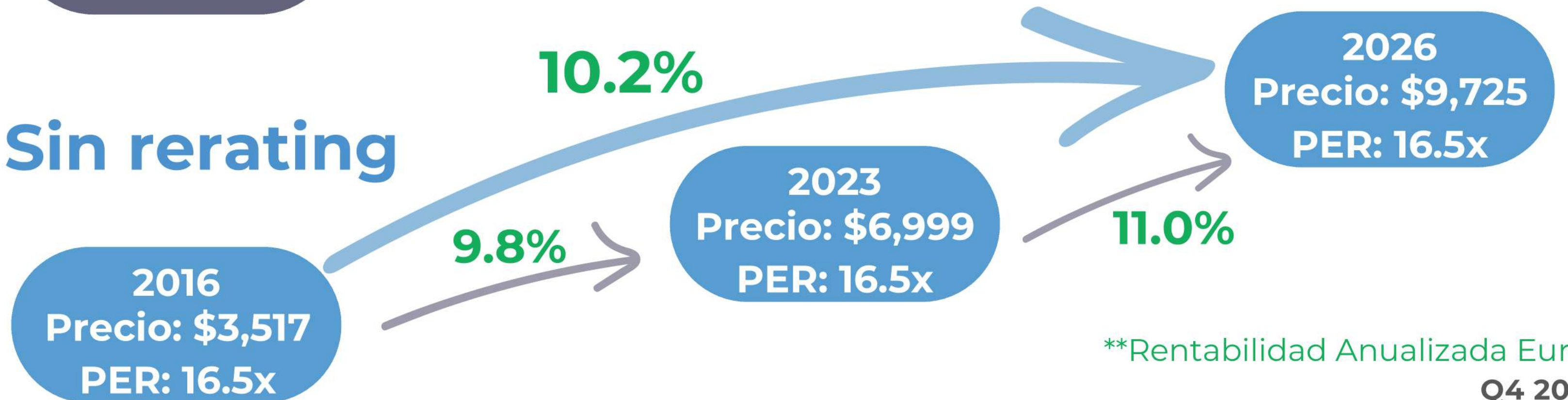
El arte del múltiplo: Ejemplo SP500

Total Return (10 años)

Con rerating



Sin rerating



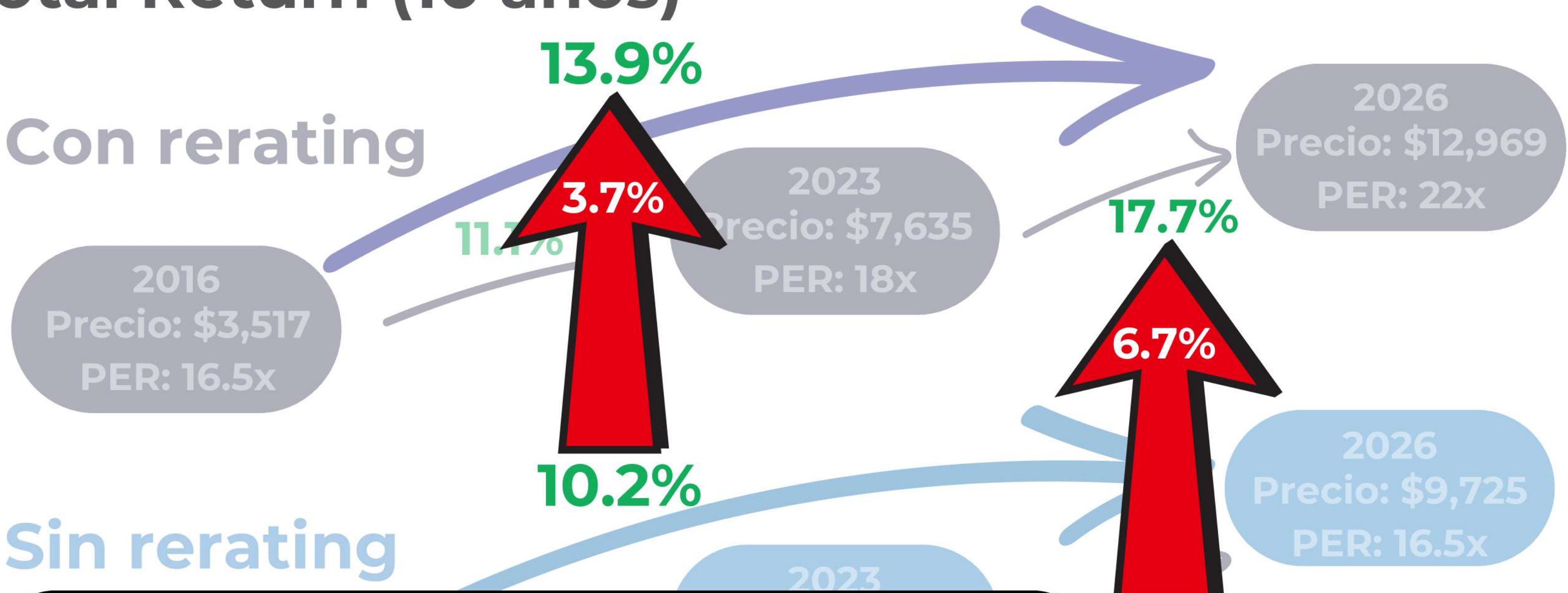
**Rentabilidad Anualizada Euros

Q4 2025

El arte del múltiplo: Ejemplo SP500

Total Return (10 años)

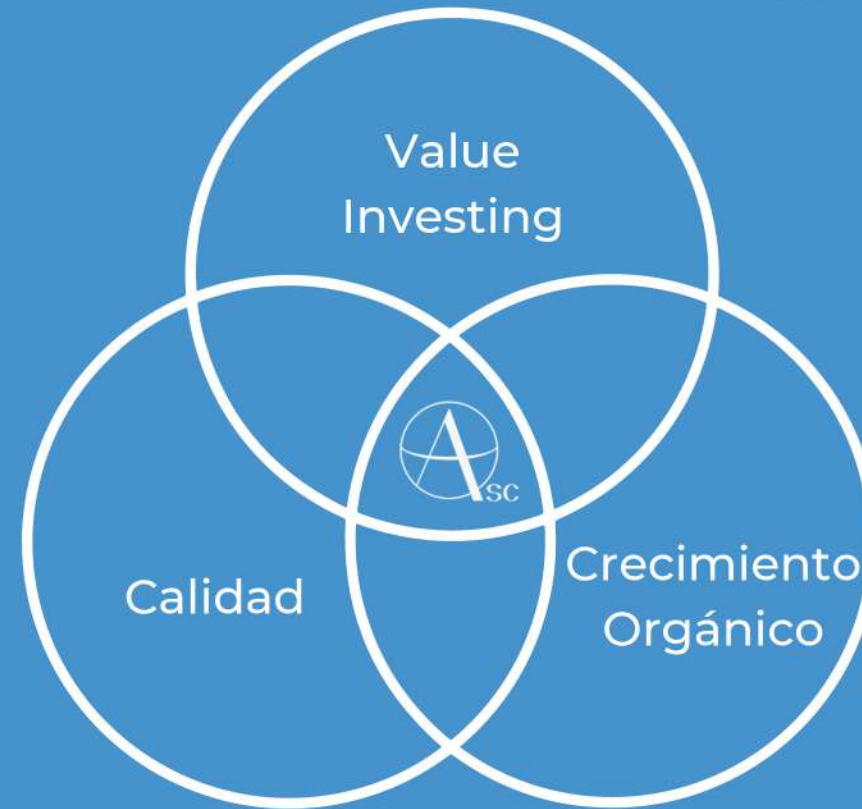
Con rerating



A largo plazo el rerating se va diluyendo (3.7% vs 6.7%) pero es muy importante para explicar rendimientos extraordinarios en el corto plazo.

**Rentabilidad Anualizada Euros
Q4 2025

Rentabilidad objetivo del 9% batiendo a índices sin rerating



Rentabilidad esperada del 9%

Gracias a la inversión en Small Caps nuestro objetivo es llegar a una rentabilidad anualizada del 9%.

Rentabilidad mínima anualizada del 7.5%

En Attitude Small Caps buscamos una rentabilidad anualizada mínima por encima del 7.5%, batiendo a la mayoría de índices y vehículos de inversión.



¿Podría haber rerating? Si



FUERA DE MODAS La gestión pasiva cada vez está más de moda y el dinero fluye hacia índices sin mirar valoraciones.

NICHOS Invertimos en empresas fuera del radar de la gestión pasiva y dando una oportunidad a largo plazo de invertir en buenos negocios a múltiplos muy atractivos.

ALTO POTENCIAL Vemos un potencial de revalorización del 100% de la cartera a medio plazo, asumiendo que debe cotizar a 16 veces beneficios. Pensamos que el índice MSCI World está algo sobrevalorado.

MARGEN DE SEGURIDAD Nuestro fondo puede seguir subiendo en periodos donde los índices no lo hagan bien.



Nuestra protección ante la incertidumbre



El margen de seguridad debería ser clave a la hora de invertir

El precio importa más que nunca

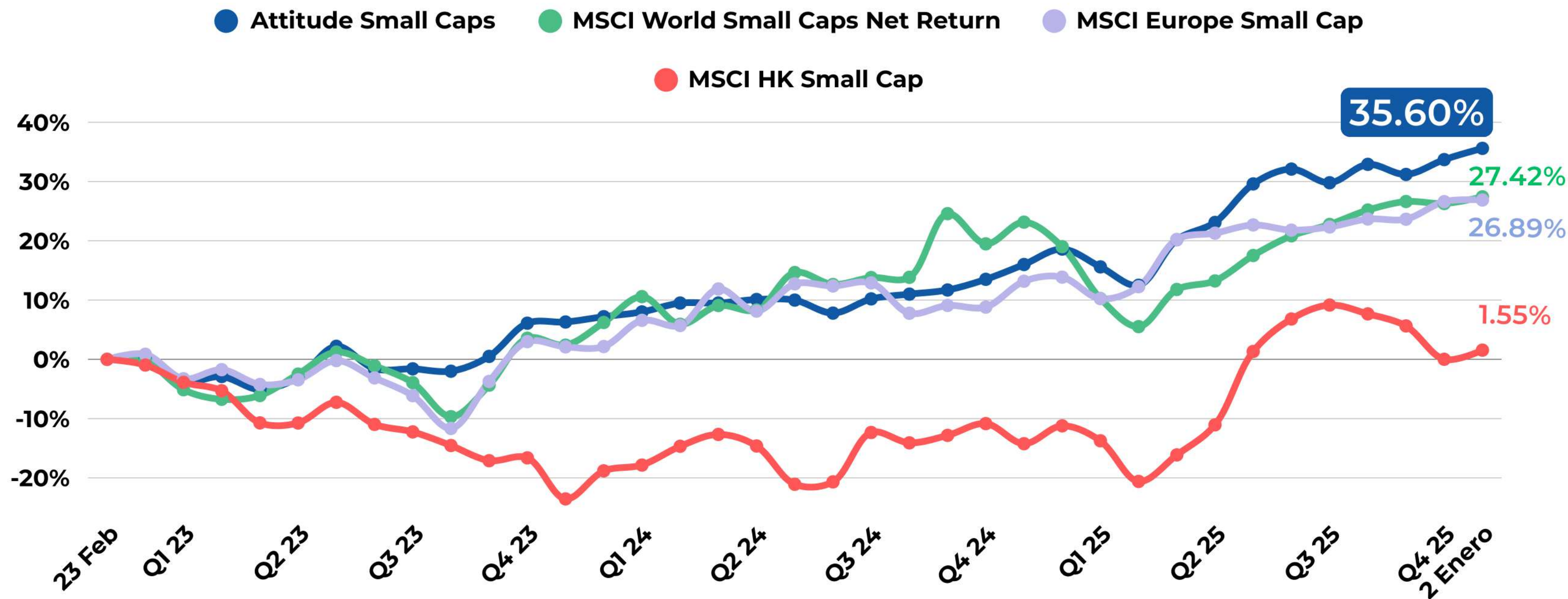




RENTABILIDAD DEL FONDO Y REPASO DE LA CARTERA

Q4 2025

Rentabilidad desde inicio 35.6% y 11.2% anualizado. Cumpliendo.

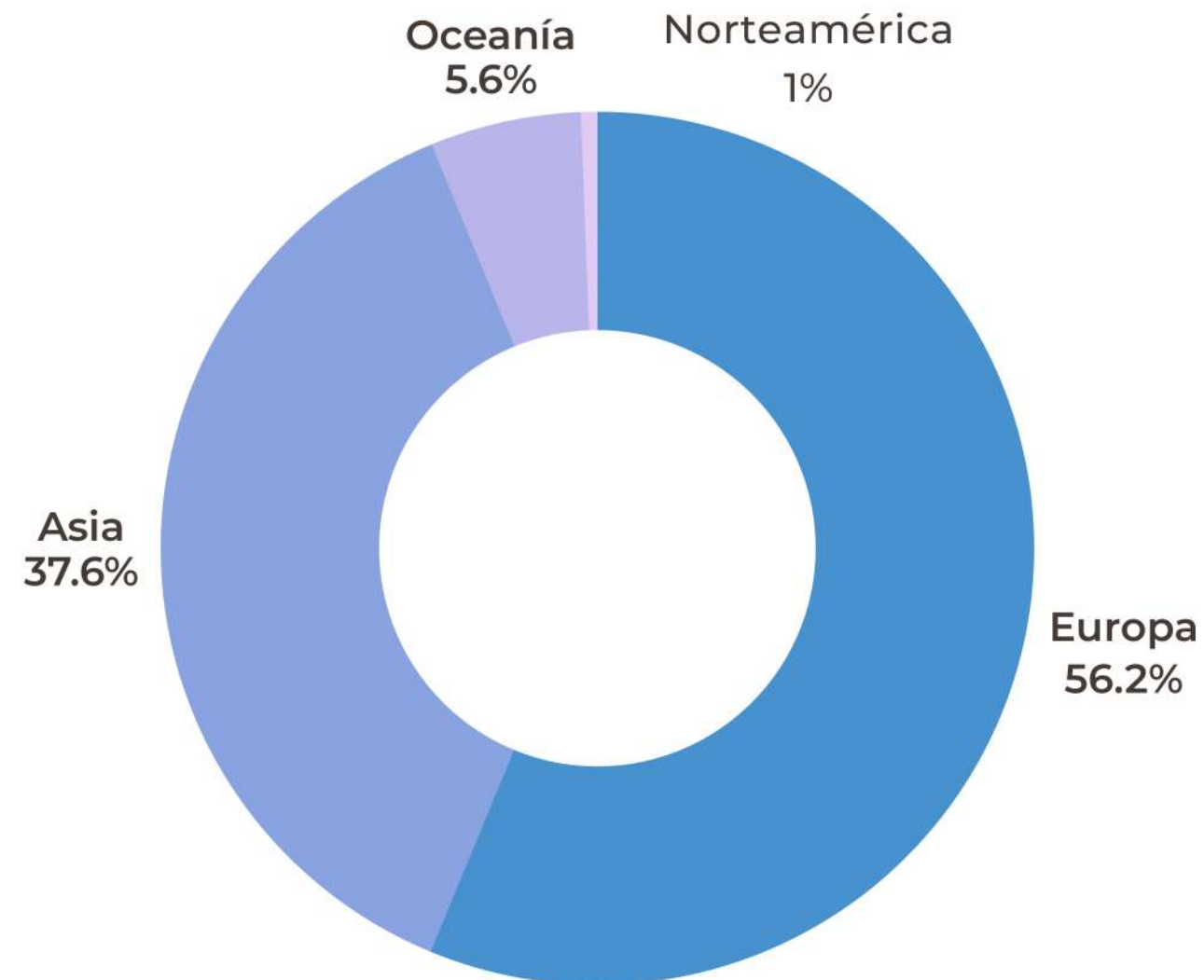


Seguimos generando una buena rentabilidad pese a la debilidad asiática

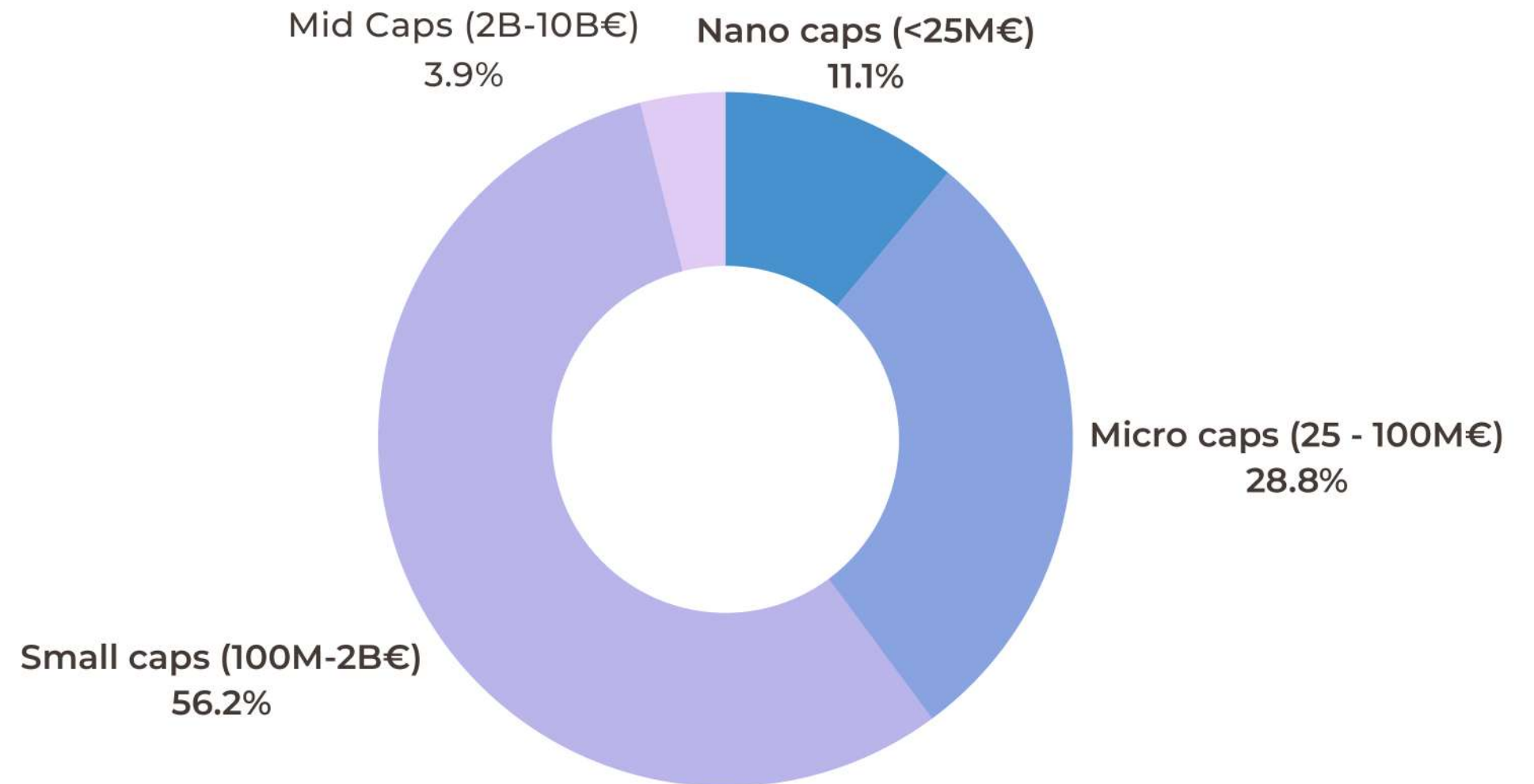
Q4 2025

Composición de la cartera: 99% invertidos dada la oportunidad de la cartera

POR GEOGRAFÍA



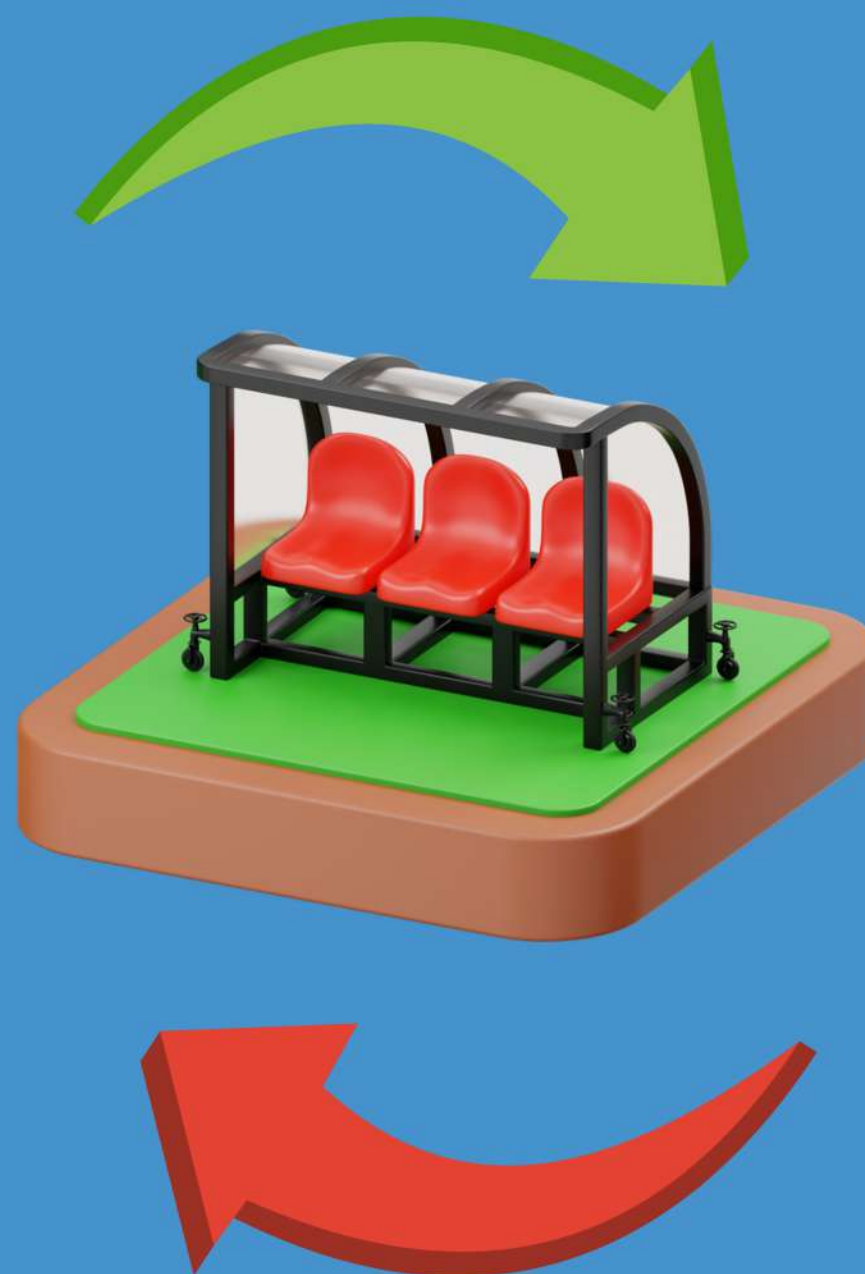
POR TAMAÑO



Media de 250M€ de market cap en la cartera, ningún fondo llega tan abajo a invertir en small caps

Q4 2025

Salidas



Entradas



Q4 2025

International Houseware sale de la cartera, hay mejores oportunidades

Tesis inicial

Recuperación de HK lenta

El número de turistas que visita HK no para de crecer, pero sigue por debajo de los niveles previos al COVID

Buen balance, buen equipo directivo

La empresa cotiza al 50% de caja neta, y el equipo directivo ha empezado a recomprar acciones a mercado.

Alquileres como catalizador

El inmobiliario en HK ha sufrido una corrección importante y es uno de los costes más importantes de la empresa. Esperamos que este coste baje en los próximos 3 años un 20%.

Desarrollo durante 2025

E-commerce chino entrando MUY fuerte en HK

Estamos experimentando un cambio en la estrategia de los e-commerce chinos como JD, donde han puesto el foco en Hong Kong y además están invirtiendo mucho dinero en el “Fast Delivery” que puede ser un gran problema para IH Retail.



International Houseware sale de la cartera, hay mejores oportunidades

Tesis inicial

Recuperación de HK lenta

El número de turistas que visita HK no para de crecer, pero sigue por debajo de los niveles previos al COVID

Buen balance, buen equipo directivo

La empresa cotiza al 50% de caja neta, y el equipo directivo ha empezado a recomprar acciones a mercado.

Alquileres como catalizador

El inmobiliario en HK ha sufrido una corrección importante y es uno de los costes más importantes de la empresa. Esperamos que este coste baje en los próximos 3 años un 20%.

Desarrollo durante 2025

E-commerce chino entrando MUY fuerte en HK

Estamos experimentando un cambio en la estrategia de los e-commerce chinos como JD, donde han puesto el foco en Hong Kong y además están invirtiendo mucho dinero en el “Fast Delivery” que puede ser un gran problema para IH Retail.





NUEVAS INVERSIONES

Q4 2025

Semapa vende su filial de cemento: ¿Qué valor aporta?



CincoDías

EMPRESAS >

Molins compra la portuguesa Secil por 1.400 millones de euros

La compañía cementera, que cotiza en el mercado de corros de la Bolsa de Barcelona, financiará la operación con caja disponible, un crédito sindicado y una emisión de bonos

Semapa vende su filial de cemento: ¿Qué valor aporta?

Empresas de Semapa	Tipo de Empresa	Porcentaje (%)	Valoración
Navigator	Papelera	70%	2,750-3,200M€
ETSA	Reciclaje		130-170M€
Triangle	Industrial Bicicletas		130-160M€
Imedexa	Industrial eléctrica		150M€
Secil	Cementera		800-900M€
Deuda			(200-250M€)
Valoración Total			3,760-4,380M€
Acciones totales			79.87M
Precio por acción		15% Descuento	40-47€



Semapa vende su filial de cemento: ¿Qué valor aporta?

Semapa

21,75 €

↑ 52,95 % +7,53 1 año

Pese a la subida, Semapa cotiza por 1,700€, la venta de Secil cristaliza 800-900M€ de valor. Mi valoración de Secil era de 400M€, sabiendo que la valoración es conservadora.

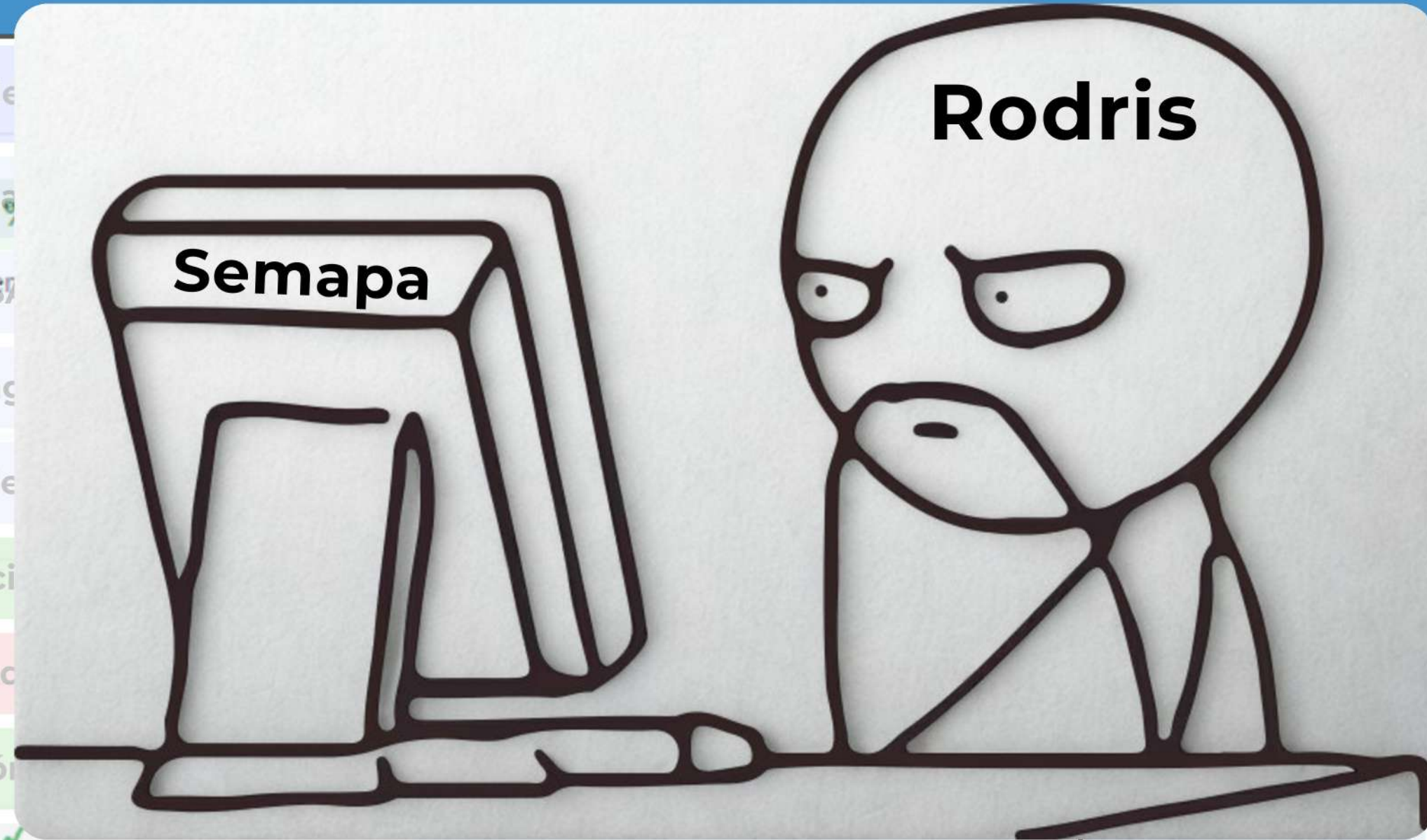
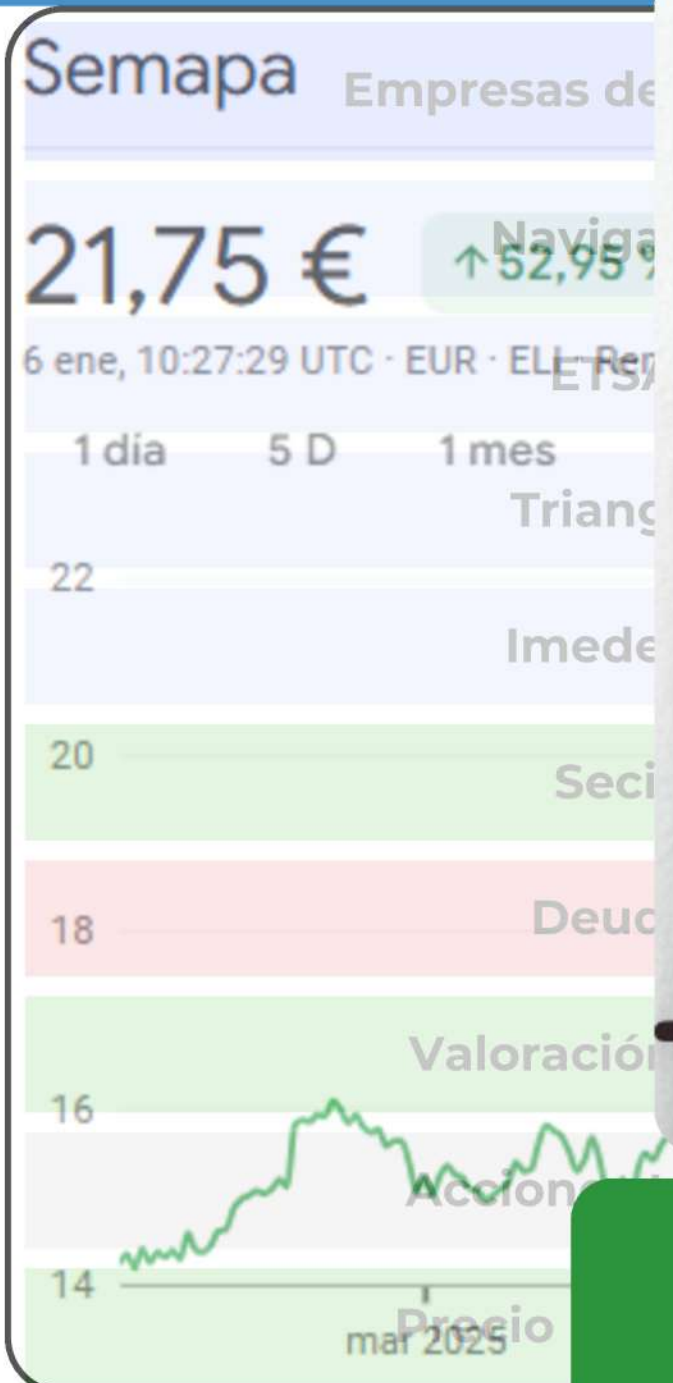
1 día 5 D 1 mes 6 M YTD 1 año 5 años MÁX.



Porcentaje (%)	Valoración
70%	2,750-3,200M€
	130-170M€
	130-160M€
	150M€
	800-900M€
	(200-250M€)
	3,760-4,380M€
	79.87M
15% Descuento	40-47€



Semapa vende su filial de cemento: ¿Qué valor aporta?



Valoración
2,750-3,200M€
130-170M€
130-160M€
150M€
800-900M€
(200-250M€)
3,760-4,380M€
79.87M
40-47€

La pregunta es: ¿Qué va a hacer la familia con ese dinero?



Chaoju Eye Care, un negocio de calidad a precios de saldo (4%)

Negocio de calidad

Chaoju Eye Care es una red líder de clínicas oftalmológicas en el norte de China, especializada en cirugía refractiva, cataratas y tratamientos de salud visual. Opera con un modelo médico de alta calidad, precios accesibles y fuerte enfoque en volumen y eficiencia.

¿Por qué hemos invertido?

- **Demografía a favor:** envejecimiento de la población y mayor prevalencia de problemas visuales.
- **Negocio defensivo y recurrente,** poco dependiente del ciclo económico.
- **Alta rentabilidad** sobre el capital y generación de caja.
- Valoración atractiva frente a su crecimiento y comparables del sector.



Chaoju Eye Care, un negocio de calidad a precios de saldo (4%)

Típica empresa que nos gusta

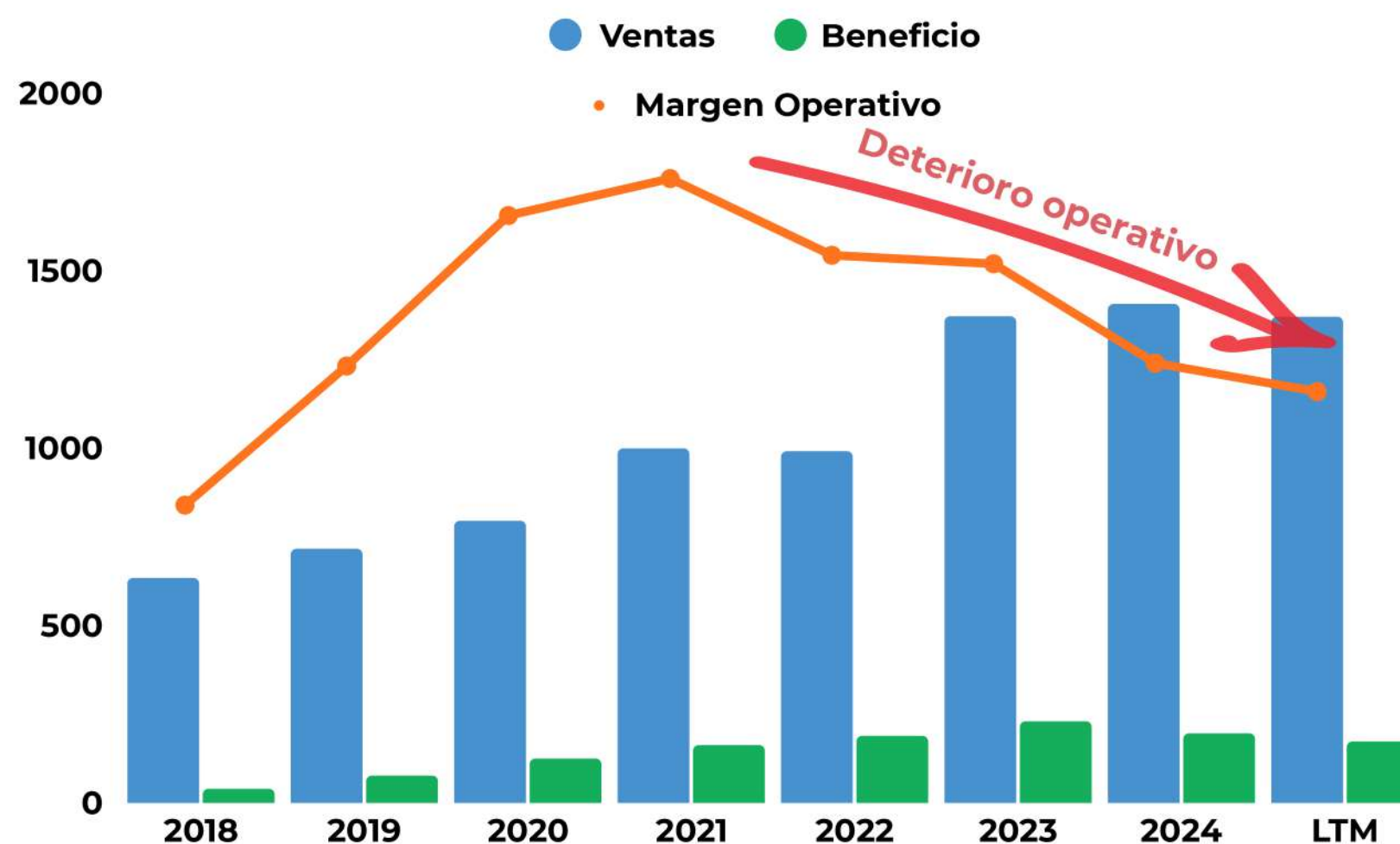
A buenos precios (x7-8 NOPAT), con crecimiento orgánico (6-8%) y con retorno sobre la inversión bueno (+25%).

Márgenes deteriorados

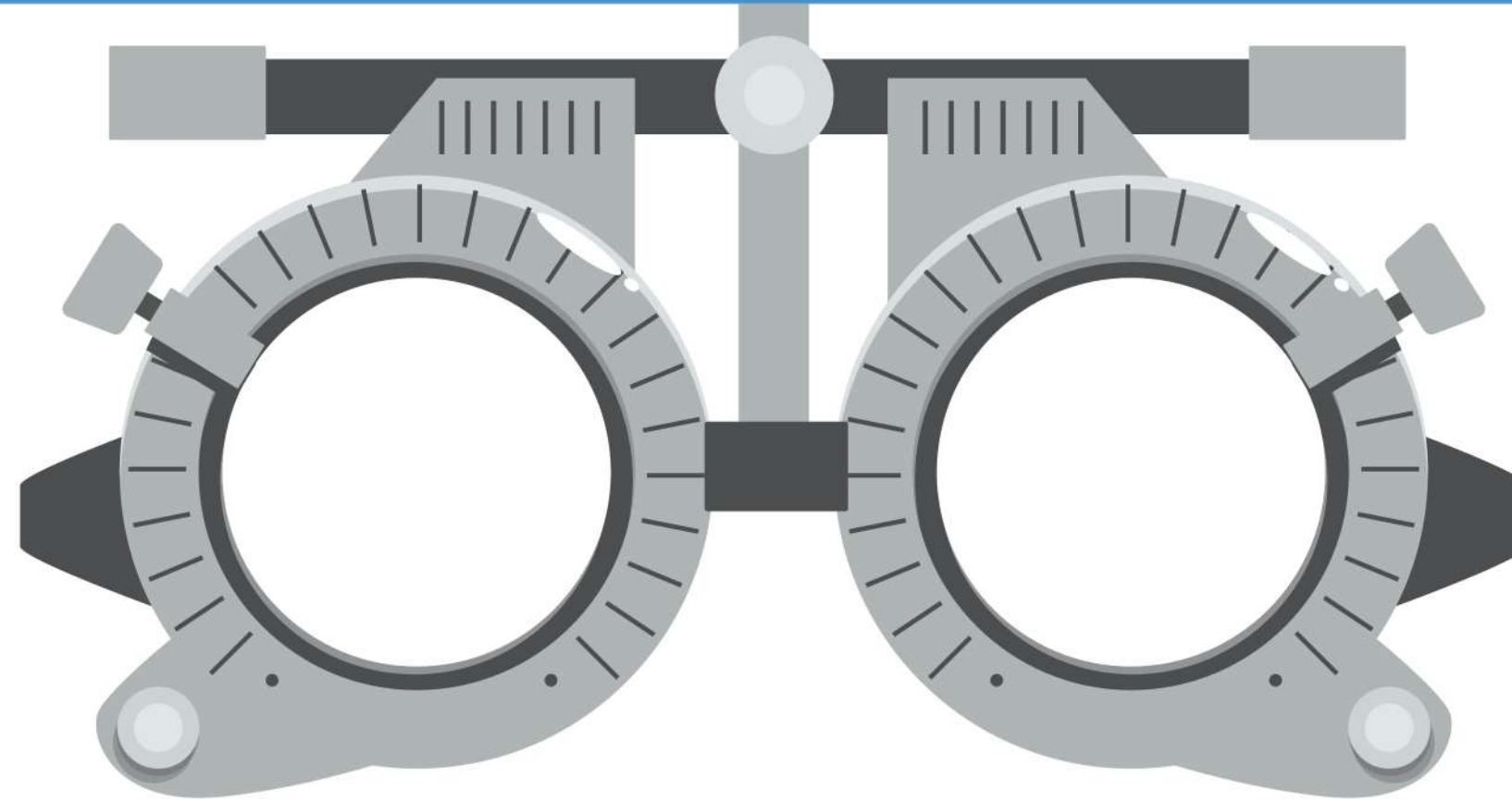
El sector oftalmológico en China no lo está haciendo bien por la crisis inmobiliaria y de consumo. Operar los ojos tiene un coste relevante.

Competidores peor gestionados o perdiendo dinero

Chaoju no es el único jugador cotizado, donde hay bastantes competidores asiáticos que están perdiendo dinero y su margen se ha deteriorado significativamente.



Chaoju Eye Care cotizando en un mercado ciego (4%)

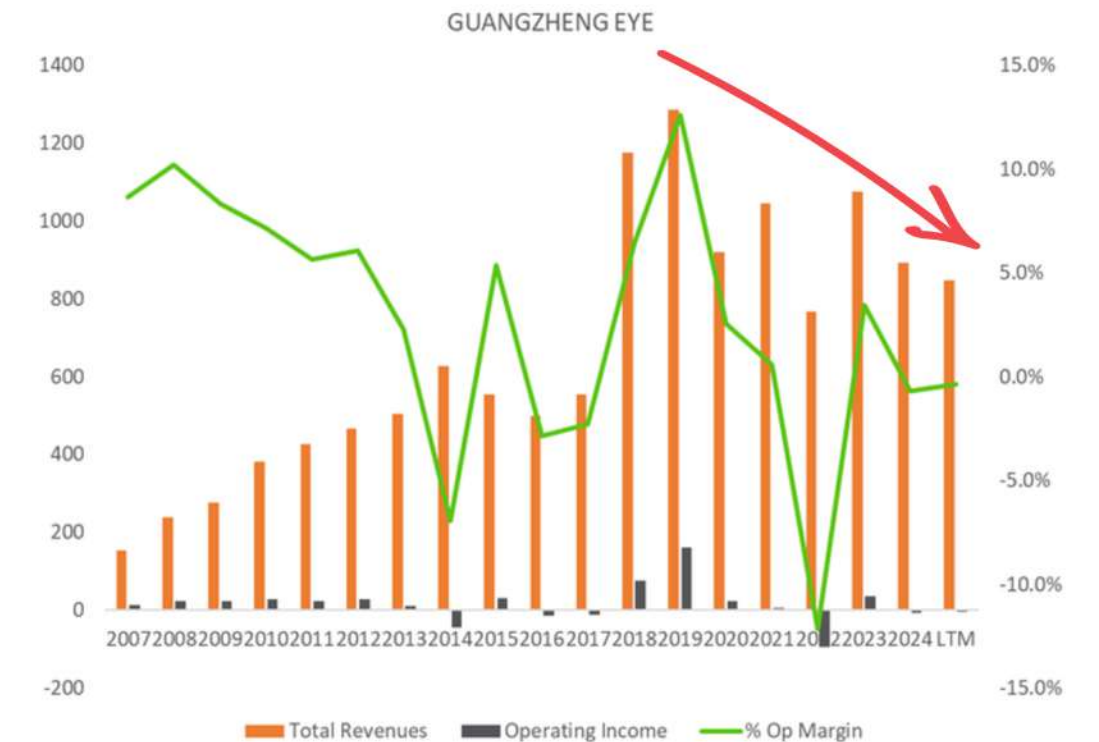
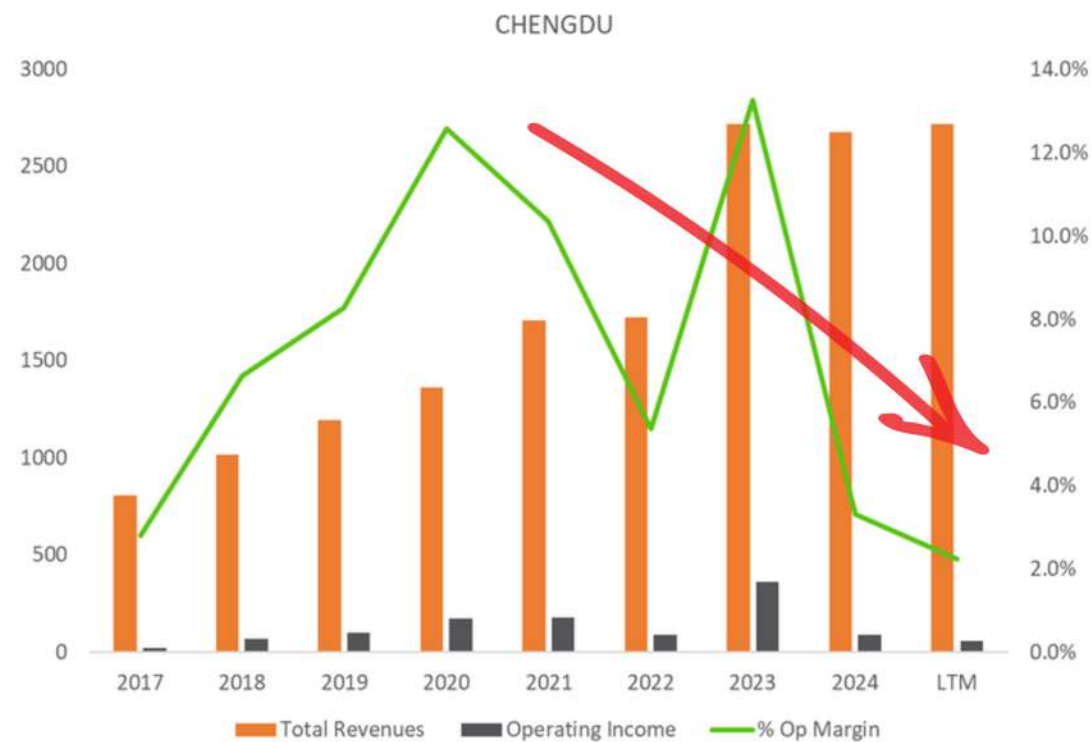


¡Cotiza 1,700MHKD con 1,600MHKD en CAJA!

Pero pienso que no es una value trap o deep value:

- **Recompran acciones activamente, 50MHKD en ejecución**
- **7% de rentabilidad por dividendo**
- **222MHKD para construir una nueva clínica de cirugía anunciado en H1 2025**
- **Puede hacer 220MHKD normalizado, 7x beneficios**

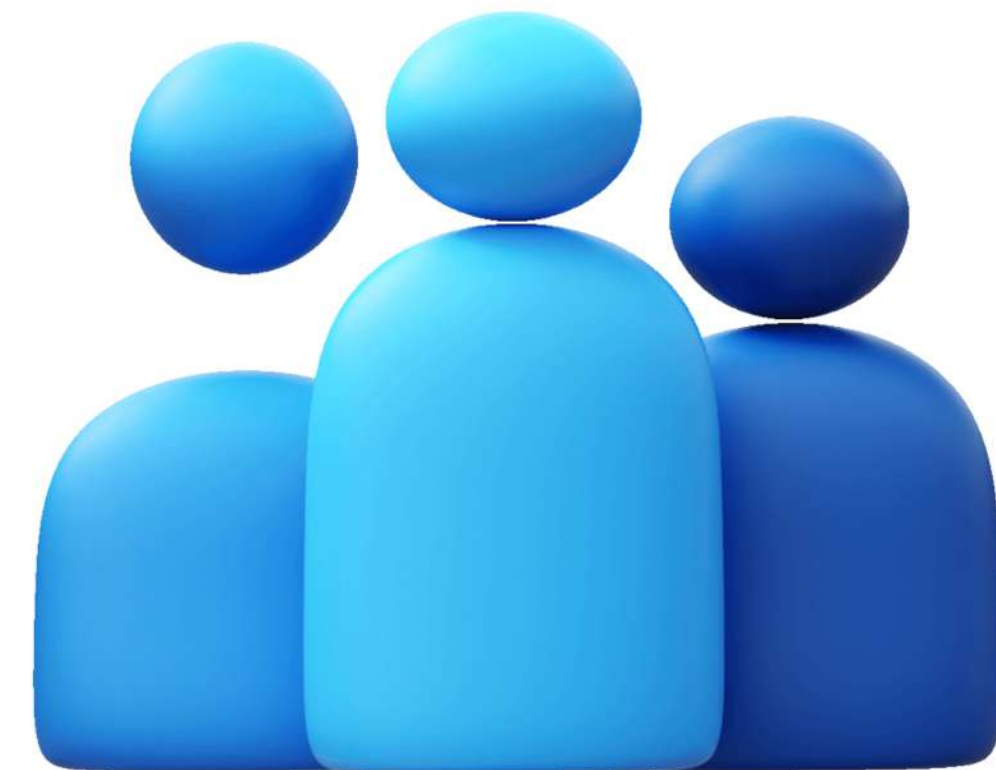
Competidores en China sufriendo más que Chaoju, peores negocios



Detrás de este sector durante más de 2 años



Múltiples reuniones con competidores, tuve el placer de conocer a Eduardo Baviera en persona gracias a Alantra.



Gracias a la comunidad inversora por ayudarme en la parte técnica oftalmológica, como Daniel o Agustín, que se que me estarán viendo. ;)

Cartera a cierre: Pesos a presión

Posición	%	Posición	%		
Sun Hung Kai	8.6%	Ming Fai	4.2%	TGS ASA	3.0%
Toya SA	7.8%	Chaoju Eye Care	4.0%	Taste Gourmet	2.6%
Ajisen	5.8%	Verallia	3.8%	Semapa	2.2%
Dusk Group	5.2%	DEA	3.8%	Georgia Capital	2.1%
Groupe Guillin	4.8%	Keck Seng Inv	3.8%	Ten Pao	2.0%
Delko SA	4.7%	S&U plc	3.7%	Otras	10.5%
Indel B	4.4%	Nllornggruppen	3.2%	Venta de Puts	Strike
Alantra	4.4%	Creightons	3.1%	TGS ASA	74 NOK
				Teleperformance	48 EUR



¿Quién está detrás de la gestión?

Rodrigo Villanueva

Gestor en Attitude Gestión y previamente analista

Experiencia internacional en Noruega y España

Especialista en Small & Micro caps con más de 8 años de analizando compañías fuera del radar

Comprometido con el fondo, con más de 1M€ del patrimonio familiar en el fondo (todo el patrimonio)

Attitude Gestión

Gestora con más de 280M€ bajo gestión y más de 90M€ asesorado

Co-inversores del fondo de inversión, siendo el inversor ancla





Ronda de preguntas



Q4 2025