

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 along a line, partially obscuring the mountain. The flags are fluttering in the wind.

Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Junio 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 +2.66%, lo que sitúa la rentabilidad del año en +12.78%. Son resultados muy buenos, pero aquí queda mucho año y no creo que vaya a ser precisamente tranquilo. De hecho, al comienzo de este mismo trimestre, no pude ni escribir la carta trimestral del lío que había montado. Donald Trump bautizó el día 2 de abril como Liberation Day. En esa fecha, publicó su política de aranceles con el resto del mundo. La propuesta era un disparate que provocó un terremoto en los mercados de los que pocas veces se ven. Vimos caídas de doble dígito en los principales índices bursátiles en cuestión de pocos días y con ellas se volatilizaron todas las ganancias anuales del fondo hasta el momento. La volatilidad subió hasta niveles muy poco frecuentes, propios de shocks como el confinamiento ilegal durante el COVID o la crisis de 2008. Y lo peor es que si uno se pone a pensar que esas tarifas propuestas se aplicasen realmente y durante un periodo largo de tiempo, igual las caídas eran hasta insuficientes. La realidad es que a los pocos días Trump reculó, y el mercado recuperó con fuerza para superar incluso los máximos anuales en mercados como el alemán o el español. Vemos, pues, como hoy en día en el mercado hay que lidiar con un riesgo adicional como es la fanfarronería del líder de la primera economía del planeta. Es capaz de mover los mercados a su antojo de manera muy acusada y hay que tener mucho cuidado de no dejarse llevar por el pánico, cosa nada fácil durante esa vorágine. Supongo que ya se estarán encargando él, su familia y sus amigos de forrarse hasta límites insospechados comprando y vendiendo horas antes de cada nueva declaración. No den mucha credibilidad a la lista Forbes si el año que viene no aparecen en ella varios Trump.

Durante el trimestre, las principales compras realizadas han sido **Alantra**, **TGS** y **Meliá**. Por el lado de las ventas destacan **Catalana Occidente**, **Carrefour** y **Origin Enterprises**.

Los valores que mayor rentabilidad han aportado han sido **Gestamp**, **Yellow Cake** y **Global Dominion**. Los españoles estaban muy castigados y han rebotado con ganas, aunque aún les queda mucho recorrido por delante. **Yellow Cake** sigue siendo de nuestros valores favoritos y tenemos con él una tasa de acierto incomparable, ojalá con todos nos fuera igual. Los que peor nos han tratado han sido **Alibaba**, **TGS** y **Porsche**. Ninguno de ellos nos ha hecho excesivo daño. **Alibaba** venía de subir mucho, **TGS** la acabamos de incorporar al fondo en un proceso de fuertes caídas y lógicamente no la hemos cogido en el mínimo exacto y **Porsche** es la que peor lo está haciendo. El mercado sigue muy receloso con el devenir a corto plazo de la compañía y la debilidad que sigue esperando en China. Aunque no les falta razón y por el momento no vemos ningún síntoma de recuperación, seguimos pensando que a estos precios es una oportunidad excelente de estar invertidos en una de las mejores marcas del mundo.

Alantra es una compañía española con 4 segmentos claramente independientes, pero con una alta correlación de ciclo:

- **Banca de Inversión (IB):** Presta servicios financieros de Corporate Finance, centrándose principalmente en compañías de media y baja capitalización, especialmente en Europa.
- **Gestión de Activos (AM):** La empresa gestiona el patrimonio de terceros mediante diferentes productos alternativos desde hedge funds, private equities o fondos temáticos. Actualmente la compañía gestiona alrededor de 2,800M€.
- **Asesoramiento de carteras de crédito (CPAs):** Básicamente, Alantra asesora a corporaciones financieras sobre la compra/venta de activos no estratégicos, muchos de ellos dentro de la categoría de “distressed” o Non-Performing-Loans (NPLs).
- **Inversiones minoritarias:** Alantra invierte en otros vehículos y gestoras no solo para generar retornos interesantes sino también para aumentar su red de contactos dentro del sector, muy importante en el negocio.

A esto hay que sumar un balance muy saneado con inversiones en los propios vehículos que **Alantra** desarrolla, inversiones en otras gestoras, así como una caja neta relevante. Como saben, no nos gusta invertir en compañías financieras, pero en este caso creemos que vale la pena hacer la excepción ya que la compañía cuenta con más del 50% de su capitalización actual en caja y equivalentes y el equipo directivo está totalmente alineado con el resto de accionistas, ya que poseen una cantidad de acciones muy relevante.

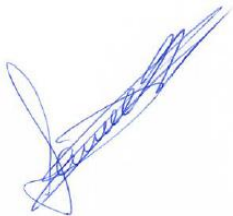
TGS es una compañía relacionada con el sector de Oil & Gas, pero no se dedica a la extracción o la distribución. TGS posee librerías de imágenes del subsuelo marino que necesitan las compañías petroleras para saber dónde y cómo deben perforar. Es una parte de la cadena de valor del petróleo en la que 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 85 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.

Meliá es lo que podría considerarse una *“situación especial”*. Como todo el mundo sabe, se trata de una compañía hotelera. Lleva toda la vida dedicada a lo mismo y es un negocio fácil de entender. Lleva cotizando en bolsa casi treinta años y está prácticamente al mismo precio por acción que cuando debutó, rondando los 7 euros. Por el camino ha estado por encima de 19 y por debajo de 2. En todo este tiempo ha pagado dividendos, aunque nada del otro mundo así que la rentabilidad para el accionista en los últimos veinte años ha sido paupérrima. Sin embargo, la compañía sí que ha crecido. Su facturación actual es más del doble que al inicio de dicho periodo a pesar de la competencia que suponen los apartamentos tipo Airbnb que antaño no existían y ahora están muy extendidos por todas partes. Esta situación de compañía que crece y acciones que no suben ha dado lugar por primera vez en la historia de Meliá a una valoración razonable para el negocio. Actualmente la compañía capitaliza unos 1.500 millones y obtiene un beneficio de unos 140, por lo que hablamos de un ratio PER de poco más de 10. Cabe señalar que el turismo es un sector muy cíclico y que es muy probable que estemos cerca de una época no tan buena como la que hemos vivido después del COVID en cuanto a ocupación y a capacidad de seguir subiendo los precios de las habitaciones a un ritmo tan alto. Creo que es importante también destacar que el camino que ha tomado Meliá para seguir creciendo es optar por un modelo asset light. Esto consiste en gestionar hoteles de terceros usando la marca y cobrando honorarios tanto fijos como variables por ello. Este formato reduce el riesgo y la inversión necesaria, con lo que creo que es muy positivo para la compañía. Considero que la valoración de la compañía y el hecho de estar creciendo de manera prudente y rentable sirven como margen de seguridad, pero para mí no sería suficiente para invertir en **Meliá**. Mis motivos son dos adicionales que creo que están muy relacionados entre sí. El primero es numérico y tiene que ver con la valoración de los hoteles que posee la compañía. La tasación que ha hecho un referente en el sector inmobiliario como es CBRE, arroja una valoración de 5.285 millones de euros. Para ese cálculo emplean una rentabilidad de los activos del 7,26%. Viendo el brutal apetito de los inversores a nivel mundial por el ladrillo y viendo que se venden activos mucho peores con rentabilidades menores, no me parece una valoración descabellada. Pero hagamos como de costumbre y seamos prudentes. Pongamos que ese 7,26% es poco para atraer inversores, que hay hoteles en jurisdicciones menos apetecibles o que por cualquier otra eventualidad la rentabilidad necesaria tuviese que ser por ejemplo el 8,5% que ya es una cifra probablemente exagerada. Con esa rentabilidad la valoración de los inmuebles se vería reducida hasta los 4.515 millones. Si restamos los aproximadamente 700 millones de deuda que tiene la compañía, llegamos a un valor neto de unos 3.800 millones. Dividiendo esa cifra entre los 220 millones de acciones en las que se divide el capital de la compañía, llegamos a una valoración de cerca de 17,3 euros por acción. Dado que cotiza por debajo de 7 euros, el potencial de la acción es tremendo. Ahora bien, esto no es nuevo. Es verdad que con el paso del tiempo el diferencial entre valor y precio ha crecido hasta unos niveles ya escandalosos, pero esa infravaloración siempre ha estado presente. El motivo es que el mercado nunca ha visto interés en la directiva de Meliá en corregir esa situación. Y aquí es donde entra el otro motivo de invertir ahora y el que tal vez sea el más relevante. A finales del pasado mes de noviembre, fallecía a los 89 años Don Gabriel Escarrer Juliá, fundador de la compañía, pasando a ser su viuda la titular de la mayoría de las acciones. El fundador tenía una visión patrimonialista y no contemplaba vender ningún hotel, pero con su marcha es probable que las cosas cambien. De los seis hijos del matrimonio, solo el menor, Gabriel, ocupa un cargo directivo en la compañía. Eso sí, es el de mayor rango posible ya que es presidente y consejero delegado. ¿Tendrá Gabriel hijo la misma visión que el padre sobre mantener la propiedad de todos los hoteles sin prestar atención al

precio de la acción? ¿Los otros cinco hermanos, que no participan en la gestión, no estarán deseando dedicar al menos parte de su patrimonio a otras inversiones cuando la madre ya no esté? ¿No sería lógico que para esa eventual venta trataran de que la acción esté lo más alta posible? Yo creo que es complicado que las cosas no cambien, es algo normal que las nuevas generaciones no tengan el mismo apego por la compañía que el fundador, que dedicó toda su vida a ella. El momento exacto del evento es imposible de predecir, pero no parece que esté ya muy lejos en el tiempo. Y la infravaloración es tal que, aunque tardase 5 años, se obtiene una rentabilidad anual muy relevante por lo que estamos dispuestos a esperar lo que haga falta. Es posible que Gabriel Escarrer hijo piense de manera parecida, puesto que el 22 de mayo comunicó que había procedido a la compra de más de 900.000 acciones de la compañía. Dicha compra supone más del triple de su retribución bruta anual por lo que no es algo que deba pasarse por alto. Empiezan a ser varios los indicios que hacen pensar que los próximos años de la cotización van a ser mucho más interesantes que los último veinte.

Como saben, el fondo no invierte obligatoriamente en renta variable. Cuando lo creamos, teníamos claro que no queríamos encorsetarnos en un único tipo de activo o crear un fondo que fuese uno más en la larga lista de fondos puramente de bolsa. Gracias a la experiencia acumulada durante más de veinte años en mercados de renta variable, renta fija, divisas o materias primas tenemos claro que la posibilidad de operar en el resto de mercados es un activo muy importante y que define la personalidad del fondo. Es cierto, dicho sea de paso, que dificulta la gestión ya que al introducir más grados de libertad es más probable cometer errores tanto de acción como de omisión. Pero es un precio que pago a cambio de poder estar en cada momento donde creo que vale la pena. Ahora mismo, veo que hay oportunidades en renta fija que tienen sitio en la cartera, principalmente en dólares. De momento los tipos de interés en Estados Unidos se resisten a bajar, pero parece probable que la siguiente dirección que tomen sea esa y el precio de nuestros bonos se vea beneficiado. Hemos comentado en otras ocasiones el bono de la petrolera IPCO, que sigue siendo de las mejores oportunidades en cuanto a riesgo recompensa que he visto jamás. Es, a día de hoy, la principal posición del fondo. A él se suman otros bonos del sector energía como Golar, DNO o Kosmos Energy. Quitando este último que sí que tiene algo más de riesgo (y por tanto una rentabilidad esperada muy superior), son bonos que considero de muy buena calidad y mucha menos incertidumbre que las acciones. Hemos invertido también aprovechando el ruido tras las elecciones en un bono de Polonia. Polonia es un país con una deuda sobre PIB del 55%, prácticamente pleno empleo y con un PIB per cápita que ya supera al de España si se mide en términos de paridad de poder adquisitivo. Se trata de un bono en dólares y con un vencimiento en 2053. Es, por tanto, un bono con una gran sensibilidad a los tipos de interés y que se moverá bastante. Creo que lo hará principalmente en una dirección que es hacia arriba en precio, ya que lo compramos al 6,25% que es una rentabilidad por la que a no mucho tardar la gente se dejará cortar un brazo. Con estas posiciones, hemos incrementado nuestra exposición al dólar que hasta ahora venía siendo muy baja. Creo que aunque podemos ver aún algo de debilidad adicional en el billete verde, a medio plazo son niveles adecuados para no tener toda la cartera en euros, que no es una divisa que sea santo de mi devoción.

Muchas gracias por su confianza.



Daniel Varela