

Attitude.

Carta trimestral Attitude Sherpa, Fl.

Marzo 2026

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 primer trimestre del año, en el que el fondo ha obtenido una rentabilidad positiva del 4.11%. Creo que es un resultado muy satisfactorio habida cuenta del panorama que tenemos, pero queda mucho año por delante y no tiene pinta de que vaya a ser fácil. Los valores que más aportan son **Kosmos Energy, Crescent Energy, Matador Resources** y **TGS** y los que peor nos han tratado han sido **The Italian Sea Group, Verallia** y **Pluxee**. Los principales ganadores han sido todos del sector energía. Como veníamos comentando desde hace muchos meses, el mercado del petróleo estaba en una situación absurda. Los precios del barril en la zona de 60\$ no son sostenibles y generaron una oportunidad de compra excelente. Ha sido el conflicto de Irán el que los ha mandado a la estratosfera, pero en esos niveles la jugada era clara. Ahora ya estamos en una situación muy distinta y lo normal es que en cuanto el conflicto vaya resolviéndose el precio caiga sensiblemente desde los más de 130\$ alcanzados. No creo que los precios regresen a niveles demasiado bajos o al menos no de manera duradera. Veremos entonces si vuelve a haber buenas oportunidades de inversión en compañías del sector. Por el lado de los perdedores, destaca **The Italian Seagroup**, que ha sido un error de inversión del que difícilmente salgamos ilesos. La compañía comunicó en febrero que su principal accionista le prestaba dinero para cubrir las necesidades de liquidez derivadas del retraso en la entrega de pedidos. Acto seguido, que él mismo pasaba a ser el primer ejecutivo al mando, como ya había sido años atrás. Días después, anunció acciones legales contra los anteriores directivos por falsear la realidad del estado de los pedidos e incurrir en gastos extraordinarios de manera no autorizada. También se puso en marcha una auditoría para cuantificar los daños y se solicitaron las medidas de protección frente a los acreedores que contempla la ley italiana. Las acciones cotizan sobre los 90 céntimos frente a los casi 5 euros que pagamos por ellas, así que el desastre es mayúsculo. Veremos qué tal se comporta desde aquí. **Verallia** lo está pasando fatal porque el sector de bebidas alcohólicas en el que mayoritariamente concentra su negocio atraviesa un momento muy delicado y adicionalmente se ve muy afectada por los incrementos del precio de la energía. A estos niveles de cotización me parece muy atractiva y creo que nos devolverá con creces lo que nos ha quitado. **Pluxee** sigue sufriendo en bolsa y cotiza ya a unos precios ridículos. No comparto el pesimismo tan extremo del mercado y he aprovechado las caídas para incrementar notablemente la posición, que ya es la mayor de entre todas las compañías presentes en la cartera.

Ha sido un trimestre muy activo, quizá demasiado incluso. Ha habido bastantes movimientos dentro de la cartera, destacando entre los valores comprados **Bolloré, Edenred, Pluxee, CIE Automotive** y **Gestamp**. Entre las ventas, las mayores han sido en **Kosmos Energy, TGS, Meliá** y **Puig**. Las cuatro se han vendido por su excelente desempeño frente al mercado, lo que ha hecho que valiese la pena cambiarlas por otras ideas con mayor potencial. **Kosmos** y **TGS** figuran entre las que más dinero nos han reportado en el trimestre y vale la pena comentar el caso de **Puig**. En la carta de hace solamente dos trimestres decíamos esto: *“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.”* En esta ocasión, el movimiento hasta los 18 euros ha venido en cuestión de pocos meses. Esto demuestra una vez más que es imposible saber en qué momento exacto pasarán las cosas o cuánto tiempo necesitará una tesis de inversión para desarrollarse. Lo

importante es comprar buenos negocios a precios razonables y no volverse loco en inversiones exóticas o cuyo éxito pase porque se alineen todos los astros posibles.

Bolloré es una compañía ciertamente curiosa. La primera vez que la estudié, hace ya diez años, fue por Carson Block, un short-seller al que sigo con interés. Un short-seller es un inversor que se dedica a apostar a la baja en determinados activos. En este caso, el bueno de Carson se dedica a buscar pufos contables en compañías cotizadas. Cuando encuentra una que considera culpable de adulterar su contabilidad, pide prestadas sus acciones y las vende en mercado. Su apuesta es que cuando tenga que recomprarlas para devolvérselas a su dueño, el precio habrá caído y podrá hacerlo desembolsando menos dinero del recibido por la venta, obteniendo así su beneficio. Pues bien, buscando trucos contables dio con Bolloré y por primera vez decidí... abrir una posición compradora. **Bolloré** es un holding que tiene una de las estructuras más complejas que he visto. Múltiples empresas con participaciones cruzadas entre ellas conforman una maraña en la que es fácil enredarse. Simplificando mucho, muchísimo, imaginemos una **empresa A** que posee 100 acciones de la **empresa B**, cotizada en bolsa, cuyo capital social son 200 acciones y que a su vez posee 300 acciones de las 500 que componen el capital de la **empresa C**. La empresa **C**, tiene 20 de las 100 acciones existentes en la empresa **A**. La empresa **B**, por tanto, es dueña del 60% de la empresa **C**, que posee el 20% de **A**. Por tanto, **B** es propietaria del 12% (el 60% del 20%) de **A**. Al ser **B** accionista de **A**, es propietaria de sus activos entre los que se encuentra el 50% de las acciones de la propia **B**. Por tanto, **B** a través de **A** posee el 6% (12% del 50%) de sus propias acciones, pudiendo eliminar esa cantidad de la cifra total de acciones emitidas de **B**. Mediante este tipo de mecanismos, las cuentas dicen que de los más de 2.800 millones de acciones que tiene **Bolloré**, realmente solo hay 1.128 millones. Hablemos ahora de los activos que posee la compañía. Son varios, pero por no extendernos demasiado vamos a centrarnos solo en los dos principales. La compañía posee más de 5.500 millones de euro en caja, fruto sobre todo de sus desinversiones en África y tiene el 18.5% de **Universal Music**, que a precios de mercado ronda los 6.500 millones. Dejamos de lado participaciones en Vivendi, Canal+, Hachette, Havas o Rubis por citar algunas, que no son cosa de poco. Vamos a poner que todas ellas tengan un valor de mercado (todas cotizan en bolsa) de 2.500 millones de euros, siendo conservadores. Sumando, llegamos a unos 14.500 millones de euros. Si dividimos entre los 1.128 millones de acciones reales, llegamos a un valor de 12.85 euros por acción. A este tipo de compañías holding, el mercado les asigna siempre un descuento. Normalmente se suele usar entre un 15 y un 25% para hacer el cálculo, pero siéntanse libres de usar el que gusten. Estando la cotización a 5 euros, creo que la tesis de inversión es bastante clara. Además, el pasado 17 de marzo, la compañía anunció un dividendo extraordinario de 1.5 euros por acción, pagadero el 23 de junio. Nótese que es aproximadamente un 30% de su valor en bolsa. Siempre que una compañía paga un dividendo, la cotización lo descuenta con precisión en ese mismo instante. Veremos qué ocurre en esta ocasión porque según la teoría que les acabo de contar, gran parte de ese dividendo terminaría en los bolsillos de la propia **Bolloré**.

De **Edenred** y **Pluxee** hablamos el trimestre pasado, que es cuando iniciamos las posiciones. Esto es letra por letra lo que dijimos entonces y creo que sigue siendo de plena actualidad.

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.

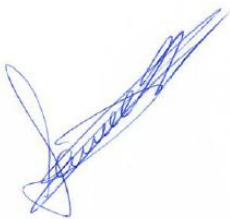
Creo que el margen de seguridad es amplio a estos precios y veo poco incentivo a que el regulador haga mucho más daño ya que a fin de cuentas este modelo favorece a todas las partes implicadas. A las empresas, que tienen un sistema muy cómodo y sencillo con el que trabajar, a los empleados que ven aumentar 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.

CIE Automotive y **Gestamp** son viejas conocidas del fondo. Ambas se dedican a la fabricación de componentes para la automoción y creo que son unas compañías excelentes. Si tuviese que quedarme solo con una, sería **CIE**, pero ambas tienen atractivo y el bajo precio de **Gestamp** la hace terriblemente interesante. Siempre se le ha criticado, y con razón, el excesivo gasto en capex que soporta año tras año. Yo creo que eso va a cambiar y que lo van a reducir notablemente, lo que debería sorprender gratamente al mercado, cansado de escuchar promesas en vano. Actualmente destinan a esta partida un desmesurado 8% de las ventas mientras que **CIE** se mueve entre el 5 y el 6%. No creo que lleguen a esos niveles, pero solamente con bajar al 7% estamos hablando de aumentar el flujo de caja libre cerca de un 50%. Con todo el mundo pendiente de los líos de Trump y su jefe Netanyahu, hay muchas cosas relevantes que han pasado prácticamente desapercibidas para el mercado. Una de ellas es el cambio de política de dividendos de **CIE**. En su última presentación, indicaron que van a pasar del payout (la proporción del beneficio que reparten en dividendos) del 33% que han mantenido los últimos años, a un 42% en 2026 y a un 50% de 2027 en adelante. Sin tener en cuenta los más que probables incrementos del beneficio a lo largo del tiempo, solamente por efecto de este cambio el dividendo subirá un 50% para el año que viene respecto del pasado por lo que se situará por encima del 5% anual.

De momento el año va bien y más teniendo en cuenta el entorno. En estos meses hemos visto caídas en las bolsas, que por una vez han afectado con cierta intensidad a la bolsa americana y sus gigantes tecnológicos.

Los valores que tenemos en cartera se han defendido mejor, por lo que el diferencial tan enorme de cotización entre las caras y las baratas se ha reducido. Nuestra estrategia reside precisamente ahí, en que los valores baratos que tenemos en cartera hagan valer su calidad y que no sufran más que el resto. Creo que siguen teniendo un potencial suficientemente interesante y más cuando tenemos en cuenta el riesgo que asumimos con ellos. En este entorno tan volátil y con tanta incertidumbre, tener negocios previsibles, resistentes y cotizando a precios razonables es la mejor protección que se me ocurre. Espero que nos permitan capear el temporal como hemos venido haciendo hasta ahora.

Muchas gracias por su confianza.



Daniel Varela Sánchez