

Attitude.



Carta trimestral Attitude Sherpa, FI

Junio 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 segundo trimestre del año, en el que el fondo ha obtenido una rentabilidad del **1.49%**, situando la rentabilidad acumulada en el año en el **5.66%**.

Los valores que más han aportado han sido **Bolloré, Edenred y Universal Music**. Los que peor han ido han sido **Matador Resources, Alibaba y Yellow Cake**.

Aunque el resultado es positivo, ha sido un trimestre que ha ido de más a menos, con un mes de abril muy bueno que dio paso a dos meses muy decepcionantes. El mercado continúa con su exagerado apetito por los valores de crecimiento y las historias rimbombantes como la conquista del espacio. La especulación en torno a los fabricantes de microchips, memoria RAM y todo lo que tenga que ver con los centros de datos para la cacareada IA alcanza ya niveles de frenopático y tarde o temprano terminará en lágrimas. Veremos si aparece otra fantástica temática para tomar el testigo de esta burbuja y dar paso a la siguiente o directamente los índices sufren los efectos del fuego purificador que tanta falta hace.

Durante el trimestre hemos hecho varios movimientos. La tendencia de fondo es a concentrar la cartera en las principales posiciones, que es donde tenemos una convicción más fuerte para atravesar los próximos trimestres. Quiero estar menos pendiente de los movimientos a corto plazo, porque estamos en un contexto muy complejo y aún más imprevisible de lo habitual. Creo que los valores que tenemos tienen una calidad muy superior a lo que reflejan sus precios. El motivo es que todo el mundo está persiguiendo la burbuja y subiéndose al carro, vendiendo valores buenos pero que les aburren. Las conversaciones que escucho últimamente a mi alrededor, con chavales presumiendo de valores en cartera que no saben ni a lo que se dedican, no auguran nada bueno. Todo el mundo busca rentabilidades estratosféricas y las quiere para mañana. De las dos fuerzas que siempre mueven los mercados, el miedo y la codicia, la segunda va ganando por goleada. Las principales compras han sido **Bolloré, CIE Automotive, Ebro Foods, Viscofan, Alibaba y Yellow Cake**. Quitando las dos últimas, que no estaban en cartera, las otras cuatro son (grandes) incrementos de peso dentro de la misma. De hecho, esas cuatro son ahora mismo las primeras posiciones del fondo. **Alibaba** es el gigante chino de *ecommerce* que ya tuvimos en su día y vendimos con grandes plusvalías. Dado que desde los 193\$ que marcó en octubre ha sufrido un duro castigo, hemos vuelto a comprar a niveles de 107. Hoy cotiza a 96 así que ya estamos sufriendo con ella, para variar. Empezamos a comprar **Yellow Cake**, dedicada a la mera acumulación de uranio, en el primer trimestre, pero ha sido en el segundo en el que ha alcanzado un peso relevante. Creo que es el valor que más dinero nos ha dado en el fondo desde su constitución y espero que continúe por ese camino.

Las principales ventas han sido **Edenred, Universal Music y Verallia**. **Edenred y Universal Music** nos han ido de cine. La primera ha subido muchísimo más que su rival **Pluxee**, por lo que decidimos cambiarla por ella. Desde los 11.47 euros por acción a los que ha cerrado el trimestre creo que hay un margen de seguridad y una rentabilidad potencial interesantísimos. Es de las principales posiciones del fondo actualmente. **Universal Music** subió nada más comenzar el

trimestre por un intento de OPA del famoso inversor Bill Ackman. Al verlo, enseguida pensamos que Bolloré, su principal accionista, no iba a aceptar la propuesta y vendimos las acciones por encima de 20 euros. Poco después, se confirmó nuestra tesis y Ackman claudicó y salió de la compañía vendiendo sus acciones a poco más de 17.5 euros. Seguimos pensando que es un valor excelente, por lo que seguimos expuestos a él mediante venta de opciones *put* (hemos cobrado dinero por obligarnos a comprar sus acciones si baja de 17 euros). Si se diese esa circunstancia, estaríamos encantados de volver a ser accionistas. El caso de **Verallia** ha sido algo más decepcionante. Desde la OPA que lanzó su principal accionista a 30 euros, el valor se ha comportado fatal y se ha quedado con muy poca liquidez. Aunque el balance de las operaciones ha sido positivo y hemos ganado un buen dinero con ella, creo que hay opciones mejores en las que estar ahora mismo, incluso dentro de su mismo sector. No obstante, es un valor que conocemos bien y que mantenemos bajo vigilancia por si volviese a compensar entrar de nuevo.

Les decía antes que nos movemos en un contexto complejo e imprevisible. El principal motivo de ello son los elevados precios de las principales compañías del mercado. Como siempre, entre los casos más sangrantes está **Tesla**. La compañía facturó en 2023 unos 97.000 millones de dólares. En 2024 rondó los 98.000 y en 2025 se quedó en 95.000 millones. El crecimiento no parece muy boyante para una compañía que cotiza a más de 200 veces sus beneficios esperados para este año. Si alguien que no sea un fundamentalista religioso de Elon Musk puede explicármelo con algún número o análisis racional, le estaré eternamente agradecido. Pero no estamos ante un caso aislado. Valga como ejemplo decir, que el 51% del valor del S&P 500, el índice más importante del planeta se compone de compañías que cotizan a más de 10 veces sus ventas. Esto no es la primera vez que ocurre y es un disparate de proporciones bíblicas. Ya cité en su día al bueno de Scott Mcnealy, CEO de **Sun Microsystems** durante la burbuja puntocom del año 2000. Permítanme que lo haga de nuevo pensando en los lectores más recientes:

Sun Microsystems, en Estados Unidos, llegó a cotizar a 64\$, lo que suponía 10 veces sus ventas anuales. Nueve años después la compañía fue adquirida por **Oracle** a cambio de 9,5 dólares por acción. Años después, su consejero delegado, Scott McNealy, liberado ya de su compromiso de guardar las apariencias decía lo siguiente (vía [Bloomberg](#)):

At 10 times revenues, to give you a 10-year payback, I have to pay you 100% of revenues for 10 straight years in dividends. That assumes I can get that by my shareholders. That assumes I have zero cost of goods sold, which is very hard for a computer company. That assumes zero expenses, which is really hard with 39,000 employees. That assumes I pay no taxes, which is very hard. And that assumes you pay no taxes on your dividends, which is kind of illegal. And that assumes with zero R&D for the next 10 years, I can maintain the current revenue run rate. Now, having done that, would any of you like to buy my stock at \$64? Do you realize how ridiculous those basic assumptions are? You don't need any transparency. You don't need any footnotes. What were you thinking?

Al respecto de las valoraciones y de su importancia, creo que vale mucho la pena tener presente lo que cuenta uno de los mejores gestores de fondos de la historia, Peter Lynch:

“Gestioné 15.000 millones de dólares en Fidelity Magellan y la mayor lección que puedo compartir es esta: el precio que pagas es lo único que determina si ganas o pierdes dinero a lo largo del tiempo. Todo lo demás es ruido.

He visto gente comprar las mejores compañías del mundo – Coca-Cola, Gillette, Disney – a 50, 60, 70 veces beneficios porque estaban convencidos de que su crecimiento nunca terminaría. Cuando el crecimiento se ralentizó incluso levemente, las acciones fueron machacadas. La calidad no las salvó. El precio las asesinó.

También he comprado compañías que eran auténticos desastres – compañías perdiendo dinero, compañías operando en sectores en declive, compañías que nadie quería – e hice 10 o 20 veces dinero porque pagué tan poco que la única dirección era hacia arriba. El margen de seguridad estaba en el precio, no en la historia.

No existe una buena acción a cualquier precio. Solo hay un buen precio para una acción. Paga demasiado y perderás. Paga suficientemente barato y puedes equivocarte en casi todo lo demás y aún ganar dinero.

Hice 29 veces dinero en La Quinta Inns, una compañía de la que nadie había oído hablar. Hice 20 veces dinero en Philip Morris cuando era la acción más odiada de America. No necesité una bola de cristal. Necesité un precio bajo.

Esto ha sido cierto desde 1920 y lo será aún en 2120. El precio que pagas es el único margen de seguridad que jamás tendrás.”

La situación con la deuda americana ni da sorpresas ni deja de sorprenderme. No para de crecer, tal como cabe esperar, mientras que nadie le hace ni puñetero caso. En la próxima carta que, Dios mediante, escriba dentro de tres meses, habremos superado los 40 *trillion* (millones de millones) de dólares. Más de 350.000\$ por contribuyente. El primer *trillion* tardó 200 años en crearse. El trigésimo noveno ha tardado 200 días. Son datos escalofriantes y pensar en ellos produce una sensación indistinguible de la peor de las resacas. Menos mal que luego se pone uno a pensar que Elon Musk es el hombre más rico del mundo a fuerza de montar empresas que entre todas no ganan al año ni para pagar un día de los intereses de esa deuda y se le pasa.

Feliz verano y muchas gracias por su confianza.



Daniel Varela Sánchez