

# ATAŞ CAPITAL

---

NO. 01 · 2026 · PRIMER SEMESTRE · JUNIO DE 2026

---

## A los Socios de Ataş Capital

### Carta del Primer Semestre de 2026

---

#### Rentabilidad

*Rentabilidades netas anualizadas a 31 de mayo de 2026 Los períodos inferiores a un año no están anualizados · Inicio: 1 de enero de 2024*

	Ataş Capital	MSCI ACWI	Diferencia
En lo que va de año	+19,5%	+12,2%	+7,3%
1 año	+17,8%	+30,3%	-12,5%
3 años	—	—	—
5 años	—	—	—
Desde el inicio (anualizado)	+32,1%	+21,8%	+10,3%

#### *Rentabilidades netas por año natural*

	Ataş Capital	MSCI ACWI	Diferencia
2024	+24,3%	+17,5%	+6,8%
2025	+31,8%	+22,3%	+9,5%
2026 acumulado	+19,5%	+12,2%	+7,3%
Acumulado desde el inicio	+95,8%	+61,2%	+34,6%

*Los rendimientos son ponderados por tiempo, netos de todos los costes, y reflejan la cartera compuesta desde su constitución el 1 de enero de 2024. El índice de referencia es el MSCI ACWI (rentabilidad total neta, en USD). Las cifras no han sido auditadas. Los resultados individuales pueden variar en función del momento de la aportación. La rentabilidad pasada no es indicativa de resultados futuros; todas las inversiones conllevan riesgo, incluida la pérdida parcial o total del capital.*

El índice se presenta únicamente como contexto; Ataş Capital opera con un enfoque de rentabilidad absoluta y esta comparación no debe tomarse como nuestra medida principal de éxito. Las cifras acumuladas desde el inicio son alentadoras. En la columna de doce meses observarán que quedamos 12,5 puntos porcentuales por detrás del MSCI ACWI. No me detendré a explicar esa diferencia. Ataş Capital tiene dos años y medio de vida; les invitamos a evaluarnos en un horizonte de cinco años.

Encontrar un gran negocio no es suficiente

Charlie Munger lo expresó con claridad: "Es mucho mejor comprar una empresa maravillosa a un precio razonable que una empresa mediocre a un precio maravilloso."

Fácil de decir, difícil de aplicar. Cuando se comprende genuinamente un negocio —su equipo directivo, su ecosistema, la forma de su pista de crecimiento— aparecen razones para aplazar la conversación sobre el precio. Este semestre me enseñó esa lección en la práctica.

Cuando comenzamos a estudiar Biotrend Enerji (BIOEN, cotizada en la Bolsa de Estambul), teníamos ante nosotros lo siguiente: una empresa con más de una década de conocimiento acumulado en biomasa y energía a partir de residuos; el primer negocio en Turquía en completar una venta de créditos de carbono; un equipo directivo y propietario abierto al aprendizaje; el respaldo de un holding sólido. Y dos palancas de crecimiento concretas:

La primera: una planta de reciclaje avanzado de plásticos de aproximadamente 300 millones de dólares que se construirá en Aliğa, İzmir, en una asociación al cincuenta por ciento con Freepoint Eco-Systems, con sede en el Reino Unido. La planta procesará 60.000 toneladas anuales de residuos plásticos, convirtiéndolos en aceite de pirólisis utilizado como sustituto de nafta en la industria petroquímica. La evaluación de impacto ambiental ha sido aprobada; los incentivos estatales de 9.200 millones de TRY y la asignación de 120.000 m<sup>2</sup> de terreno han sido confirmados.

La segunda: las negociaciones de fusión con Kantur-Akdaş Construction, empresa matriz de ITC, divulgadas públicamente el 16 de abril de 2026. ITC controla el 39% del mercado turco de energía a partir de residuos y opera 14 instalaciones en 11 provincias. Creemos que la trayectoria de Ali Kantur en gestión y asignación de capital fortalecerá de forma considerable la entidad combinada. Si la fusión se materializa, el negocio resultante contará con mayor liquidez, capacidad de inversión a escala global y un perfil capaz de atraer a inversores institucionales. El interés en el sector de la biomasa y los créditos de carbono no deja de crecer.

Eran argumentos sólidos. Teníamos razón sobre el negocio. Y nos apresuramos.

En nuestras primeras compras no adquirí una gran empresa a un precio barato —quiero ser directo al respecto—. Nos costará algo de tiempo. Afortunadamente, que la columna anual de nuestra tabla de rentabilidad muestre un número positivo o negativo no es algo a lo que preste especial atención; en la asignación de capital me centro en *qué* sucederá, no en *cuándo*. Les animo a contemplar su propia rentabilidad en un horizonte de al menos cinco años.

---

La cartera: por qué estas empresas

No realizamos compras ni ventas significativas durante el período. Nuestras cuatro posiciones permanecieron sin cambios. La distribución: HLGYO 41,6%; OSTİM 36,0%; VKGYO 13,2%; BIOEN 9,2%.

*El Centro Financiero de Estambul: una posición difícil de replicar*

En uno de los sectores que raramente examino —los fondos de inversión inmobiliaria (REIT)— encontré dos empresas con participaciones significativas en el Centro Financiero de Estambul (IFM, por sus siglas en turco) que cotizaban a precios que consideré muy atractivos: HLGYO (el REIT de Halkbank, nuestra mayor posición, 41,6%) y VKGYO (el REIT de Vakıfbank, nuestra tercera mayor posición, 13,2%).

Para nosotros, el Centro Financiero de Estambul no era un desarrollo de oficinas ordinario. El mercado lo valoraba como tal. Nosotros pensamos de otra manera. Creímos que se convertiría en una ubicación estratégicamente relevante en Turquía, regida por su propio marco legal y diseñada para atraer a instituciones financieras reconocidas que, en la práctica, resolverían de un golpe tanto el problema de la calidad del inquilino como el de la ocupación. En aquel momento, las condiciones ofrecidas a las empresas financieras en los mercados de capitales de Turquía eran insuficientes; el Estado actuó ofreciendo una exención total del impuesto sobre la renta, la posibilidad de operar desde una única oficina y diversas facilidades legales para atraer instituciones al centro. Se impuso a los REIT turcos la obligación de distribuir al menos el 50% de los beneficios como dividendos, sin que las

ampliaciones de capital gratuitas computen como tales. La rentabilidad por dividendo de ambas empresas aumentó de forma significativa.

Mantener dos posiciones en REIT simultáneamente genera concentración sectorial. Somos conscientes de ello. Pero mientras la posición estructural del IFM y su ventaja competitiva sigan cumpliendo nuestros criterios —o hasta que algo altere esa ventaja— tenemos previsto mantener estas posiciones.

### *OSTİM: la pista de despegue es larga*

Warren Buffett ha hablado de buscar empresas con una larga pista de despegue por delante. La expresión encaja a la perfección con OSTİM.

OSTİM (nuestra segunda mayor posición, 36%) es una sociedad de inversión industrial arraigada en la Zona Organizada Industrial de OSTİM, en Ankara. Dado que posee bienes inmuebles y genera rendimientos a partir de ellos, el mercado suele valorarla como un REIT. Nosotros la miramos de otra manera.

Lo que nos atrae es el ecosistema integrado construido a lo largo de décadas, en el que cada elemento alimenta al siguiente: la producción en el centro, rodeada de educación, desarrollo tecnológico, emprendimiento, financiación e infraestructura social. La Universidad Técnica de OSTİM forma el capital humano que necesita la industria de la zona; los parques tecnológicos y los espacios de emprendimiento ayudan a convertir nuevas ideas en productos comerciales. Las comunidades residenciales, los centros

educativos y los servicios sociales dentro de la zona permiten que los trabajadores y sus familias echen raíces a largo plazo en el ecosistema.

Se puede construir una zona industrial. Construir un organismo que une la producción, la educación, la tecnología y la vida social bajo un mismo techo es algo muy distinto. No creo que los efectos de red y el conocimiento institucional acumulado por OSTİM sean fácilmente replicables.

El ecosistema también genera una ventaja informacional. Estar en el centro de la actividad industrial significa observar, antes que la mayoría, qué sectores crecen, qué tecnologías se extienden y qué empresas están construyendo una ventaja competitiva real. Esto se traduce en una mejor identificación de oportunidades de inversión y, potencialmente, en alianzas estratégicas con las empresas de la cartera.

Creemos haber visto esta ventaja cuando invertimos, y desde entonces ha comenzado a demostrarse. A petición del Gobierno de Uzbekistán, el mismo modelo de ecosistema fue implantado en una parcela de 100 hectáreas, gestionada conjuntamente con el equipo directivo de OSTİM. Esto demuestra que las empresas de la cartera pueden crecer en nuevos mercados y acceder a un tratamiento fiscal favorable. Esperamos que lleguen solicitudes similares de otros países.

Más recientemente, al comparar las cifras de exportación de las empresas de la cartera de OSTİM con sus comparables sectoriales, observamos que los productos que llevan el aval de OSTİM se comercializan a aproximadamente tres veces el precio por kilogramo del mercado. La

calidad y la fiabilidad generan una prima medible. Un trabajo que parecía lento en dar frutos está empezando a hacerlo.

El trabajo cualificado y el conocimiento sectorial profundo seguirán constituyendo una barrera de entrada difícil de superar dentro de la cartera de OSTİM durante mucho tiempo.

El presidente del consejo de administración, Orhan Aydın, también dirige la Zona Industrial de OSTİM en Ankara —él mismo un empresario con trayectoria industrial—. Dada la ventaja informacional que le otorga su posición, creemos que seguirá incorporando participadas que generen rentabilidad para el negocio; no vemos a nadie que pueda hacerlo mejor. Dicho esto, la acumulación de responsabilidades genera una carga considerable, y desconocemos con qué rapidez se materializarán sus planes para la empresa.

Cuando invertimos por primera vez, la capitalización de mercado rondaba los 250 millones de TRY. Llegó a alcanzar los 2.500 millones de TRY; hoy se sitúa en torno a los 1.500 millones de TRY. Nos alegra que la pista de despegue sea larga.

Nuestra valoración de BIOEN se encuentra en la sección anterior.

---

## Errores y lecciones

Me apresuré en la entrada en BIOEN. Lo considero un error de ejecución, no de análisis: la tesis era sólida; la disciplina de precio, no. La lección —que no basta con encontrar un gran negocio; también hay que pagar un precio justo — es una que debería haber aprendido de la experiencia ajena. Este semestre me la enseñó de primera mano.

Sobre las ganancias de OSTİM: no puedo separar con claridad cuánto de la recuperación en su valoración proviene de la tesis del ecosistema original y cuánto de las condiciones generales del mercado. No lo sabemos — y esta honestidad, la disposición a cuestionar por qué un ganador ha ganado, es lo que nos permite confiar en nuestro proceso a lo largo del tiempo.

Les sugiero que se hagan la misma pregunta con sus propias inversiones: cuando una posición gana dinero, comprueben si la ganancia provino de la tesis que realmente sostenían. Tener razón y tener razón por el motivo correcto son cosas distintas. Si BIOEN resulta acertada a largo plazo, eso no validará retroactivamente el error de disciplina de precio en la entrada.

---

## Perspectivas: riesgos

La contención del tipo de cambio del dólar estadounidense en Turquía está generando una presión significativa sobre la rentabilidad de las empresas

industriales. Las empresas de la cartera de OSTIM, que generan ingresos por exportaciones, están expuestas a este riesgo. No sabemos cuándo ni cómo cambiarán las condiciones; no hacemos previsiones. Seguimos de cerca cómo estos negocios navegan el entorno.

No realizamos transacciones significativas durante el período. Lo ofrezco no como disculpa, sino como un informe directo: no hay nada en la cartera de lo que queramos prescindir.

---

A nuestros socios

Todo mi capital personal está invertido junto al de ustedes. Quiero decirlo en cada carta.

Desde el inicio, nuestros rendimientos anuales han mostrado cifras positivas —pero lo contrario podría igualmente haber ocurrido—. No esperamos ver los resultados de nuestras decisiones en informes de rentabilidad anuales; estamos haciendo inversiones genuinamente a largo plazo. Podemos quedarnos rezagados en los repuntes del mercado. A largo plazo, creemos que nuestros resultados superarán los del mercado.

No gestionamos su capital para obtener una rentabilidad por rendimiento ni para generar ingresos estables y predecibles. Queremos que sepan que buscamos alfa, que esto lleva tiempo, que conlleva riesgo, y que cuando

creemos haber encontrado algo, necesitamos que nos den el tiempo necesario para que el mercado también lo vea. Cuando creemos haberlo encontrado, somos muy reacios a salir.

Esta resistencia a salir es la característica más importante de nuestra ventaja competitiva.

Pueden esperar dos cartas al año de nuestra parte. Creemos que esto es suficiente para explicar qué hemos hecho, cómo y por qué, y para que puedan formarse su propio juicio. Los informes diarios, semanales o mensuales serían incompatibles con nuestra forma de trabajar y, de hecho, actuarían en nuestra contra.

Gracias por su confianza y por caminar este camino con nosotros.

Atentamente,

*Aşkın Ataş*