

Paradigma Value Catalyst

Carta Trimestral

3T 2025



El presente documento ha sido elaborado por A&G Fondos, SGIIC, S.A. y contiene información relativa a cifras y hechos de mercado. Todos los datos contenidos en este documento están elaborados con exactitud, salvo error u omisión tipográficos.

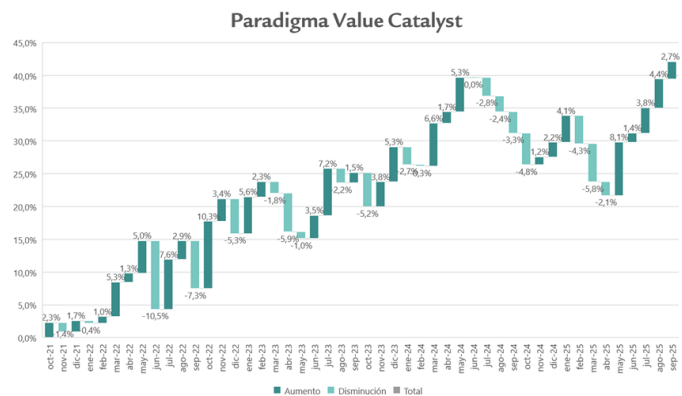
Estimados partícipes,

El tercer trimestre del año ha sorprendido a casi todos, por extender el rally en el mercado de manera continuada sin respiro ni tan siquiera en septiembre que a menudo es un mes de estacionalidad adversa. La rentabilidad acumulada de nuestro fondo, **Paradigma Value Catalyst (clase A)**, en los últimos tres meses ha sido del **+11.3% neto de costes¹**, que nos deja en un **+45.1% acumulado desde el lanzamiento**. Poco a poco el progreso operativo de nuestra cartera se va plasmando en la valoración de nuestras participadas, y por ende, de nuestro fondo. Pero la cosecha no ha hecho más que comenzar.

Rentabilidades mensuales					
	2021	2022	2023	2024	2025
Enero		-0,4%	5,6%	-2,7%	4,1%
Febrero		1,0%	2,3%	-0,3%	-4,3%
Marzo		5,3%	-1,8%	6,6%	-5,8%
Abril		1,3%	-5,9%	1,7%	-2,1%
Mayo		5,0%	-1,0%	5,3%	8,1%
Junio		-10,5%	3,5%	0,0%	1,4%
Julio		7,6%	7,2%	-2,8%	3,8%
Agosto		2,9%	-2,2%	-2,4%	4,4%
Septiembre		-7,3%	1,5%	-3,3%	2,7%
Octubre	2,3%	10,3%	-5,2%	-4,8%	
Noviembre	-1,4%	3,4%	3,8%	1,2%	
Diciembre	1,7%	-5,3%	5,3%	2,2%	
RA*	2,6%	11,8%	12,9%	0,0%	12,1%

* RA: rentabilidad anual

Fuente: Paradigma Value Catalyst



Respecto al mercado, a pesar de la estacionalidad típicamente complicada durante el verano, este año pudimos disfrutar de cierto sosiego. Este trimestre el SP500 se anotó un +7.8% en moneda local, el MSCI World un +7% (el dólar no hizo tanto daño a un inversor europeo este trimestre, casi plano con un +0.4%), y el Eurostoxx 600 un +3.1%. El bono estadounidense a 10 años, que sigue en el escaparate debido al posible impacto de las tarifas y la debilidad del dólar, aguantó con un +0.4%, y la deuda high yield global logró destacar algo en renta fija, con un +2.6%. Mientras tanto, diversos activos continúan su despegue, y mandan señales de diversa índole: el oro y la plata subieron +16.8% y +29% respectivamente (¿temor al deterioro de las monedas fiat y las finanzas públicas?), China (índice Hang Sheng) +10% (y +30% en el año – rebote de activos hasta hace poco “in-invertibles”), similar a países emergentes (MSCI EM) +10% (y +25% para el año), o a los índices de compañías pequeñas como el Russel 2000, +12% en el trimestre, hasta alcanzar al SP500 por fin. Poco a poco el mercado va buscando ampliar sus opciones, más allá de las mega-caps más populares. Como decíamos en nuestra carta anterior, **al mercado se le va pasando el miedo**.

De cara al final del año, quedan hitos importantes, que deberían ofrecer viento de cola, como bajadas adicionales de tipos de interés en EE.UU. (por fin vimos la primera, -0.25% en septiembre), el impulso fiscal tanto en EE.UU. como en Europa, que irá acelerando en los meses venideros, y seguramente cada vez menos incertidumbre respecto a los aranceles en EE.UU. El único “pero” empiezan a ser las valoraciones de algunos activos. Por su concentración tan extrema, **los índices cada vez ayudan menos a diversificar el riesgo**. Y cada vez más, el valor añadido de la gestión ACTIVA a la hora de incorporar margen de seguridad será determinante para aspirar a retornos sólidos durante los próximos trimestres y años.

¹ Fuente: Bloomberg, con datos a 30 de septiembre de 2025.

01.

Inversiones y rentabilidad

En el tercer trimestre del 2025, **Paradigma Value Catalyst (Clase A)** alcanzó una rentabilidad de **+11.3%**, neta de gastos. Nuestras inversiones relacionadas con **tecnología, telecomunicaciones y petroleros fueron las principales fuentes de rentabilidad** positiva, mientras que nuestra exposición a **fertilizantes, tubos de acero inoxidable y lujo** nos costó un poco de dinero.

A nivel de compañías, **Zegona** ha sido la mayor generadora de rentabilidad este último trimestre, junto con **Atalaya Mining y Tokai Carbon Korea**. Por otro lado, **Tubacex** se quedó rezagada, **Soitec** aún permanece en la casilla de castigo, y **OCI** espera la resolución de su historia vital.

Zegona, la dueña de Vodafone Spain, avanza firme con sus planes, y gracias a ello logró un **+75%** de rentabilidad en el trimestre. Como habían pretendido, en verano anunciaron el primer acuerdo de venta de sus activos de fibra, al fondo soberano de Singapur GIC. Adicionalmente, igual o más determinante, fue el anuncio de la modificación de sus cláusulas de endeudamiento, que les permite ejecutar su plan de simplificación accionarial con más comodidad. Así pues, con tan sólo esta primera desinversión, aprobada en el Consejo de Ministros el 30 de septiembre, y que además cede una participación más reducida de lo planeado inicialmente, Zegona ya tendrá suficientes recursos para devolver el préstamo que Vodafone Group les concedió, y que es respaldado por el 69% de las acciones en circulación. A partir de aquí, la mejora operativa de Vodafone Spain cobrará cada vez más protagonismo, para fijar la referencia del valor de la compañía. En pocos meses veremos el final de la saga, con la cancelación de las acciones pignoras. Aunque el mercado va descubriendo el valor oculto, mantenemos nuestra posición – el riesgo para nuestra tesis cada vez es menor, y el potencial aún es material, lo cual justifica que mantengamos esta inversión ganadora.

Atalaya Mining avanzó un **+38%** en los últimos tres meses. Principalmente a partir de agosto, cuando Atalaya reportó su resultados trimestrales, el mercado volvió a percatarse de que con Atalaya puede comprar “duros a pesetas”. Atalaya subió ligeramente sus guías operativas para el año. Los proyectos mineros no son hojas de Excel ni presentaciones de PowerPoint, y del mismo modo que las lluvias torrenciales del verano les impidieron acceder al material de mejor ley en 2024, este año disfrutaron del buen tiempo y los deberes bien hechos (aprovecharon para preparar el terreno para el 2025). Con ello, el volumen de cobre este año es casi un 20% mayor, y su ebitda se multiplica por 2.9x. Para Atalaya aún queda bastante que cosechar – no hay nada reflejado aún en ese increíble salto en beneficios por las recientes subidas en el cobre; para la segunda mitad, se prevee uno de los peores años en términos de disrupciones a la oferta global del metal rojo de la historia. Además, esperamos que Atalaya reciba en breve el pistoletazo de salida para su proyecto en Pontevedra, Touro, donde llevan varios años invirtiendo para limpiar el río que otros contaminaron, mientras trabajan en los permisos para añadir hasta un 60% a su volumen de producción actual.

Finalmente, **Tokai Carbon Korea (TCK)** despertó de su letargo por el ciclo adverso en memoria NAND, y nos ayudó con su **+63%** en el trimestre. Desde el final de Covid, diversos verticales tecnológicos han sufrido una pronunciada digestión de inventarios a nivel global – algunos aún continúan. El negocio de memoria NAND (memoria “no volátil” donde guardamos nuestras fotos, documentos, etc...para poder ser consultados en el futuro) fue uno de ellos, y hasta hace poco no participaba ni de refilón en el boom de la computación para IA. TCK, desde su posición de monopolio, suministra consumibles a los grandes fabricantes de equipo para memoria NAND. A pesar de su posición competitiva, la creciente necesidad de sus productos gracias a la migración tecnológica y su balance a prueba de bombas, el mercado prefirió ignorarlos hasta que el ciclo se diera la vuelta. Tal momento parece haber llegado, en parte gracias a la reciente incorporación de la memoria NAND al menú de los centros de datos para IA, pero también por la disciplina entre los principales productores.

Respecto a las rezagadas, **OCI** no ha conseguido aún que el mercado reconozca el valor intrínseco de la compañía, y se deja un **-11%** en el último trimestre, ajustado por el dividendo cobrado. El valor de OCI continúa siendo superior al de sus activos, que ya son casi íntegramente caja en la cuenta bancaria. En 2023 la compañía se embarcó en un ejercicio de cristalización de valor, tras años construyendo un negocio global de nitratos y metanol. Fue dando pasos,

vendiendo prácticamente todas sus operaciones, y dedicando todo lo obtenido al repago de deuda y a la distribución de dividendos extraordinarios, que ya suman \$5bn desde noviembre del 2024. OCI ha demostrado la alineación de la familia fundadora con el resto de accionistas, bajo la premisa de “pagar, pagar y pagar”, hasta que el mercado cierre la ineficiencia de valoración. Finalmente, a mediados de septiembre, OCI informó de la posibilidad de su fusión con otra compañía del grupo familiar, Orascom Construction, cotizada en Abu Dhabi. Defienden que conforme el tamaño de OCI va menguando, sin haber conseguido aún que el mercado cristalice el valor intrínseco, la estructura de costes que permanece puede llegar a ser sub-óptima, y es mejor buscar ahorros aunando fuerzas con otra compañía. Además, ellos ven un gran potencial para el negocio de infraestructura a nivel global, incluido en EE.UU. La operación se encuentra en fase de estudio, incluida la valoración relativa para el canje de acciones. La familia tiene una participación similar en OCI y Orascom Construction, y no tienen ningún incentivo económico para actuar de modo desfavorable contra OCI. Además, su comportamiento durante los últimos años, e incluso en su trayectoria anterior, ha sido intachable. Por ahora mantenemos nuestra posición en OCI, con mucho potencial, que actúa como nuestro margen de seguridad en el peor de los casos. En pocos meses tendremos el veredicto final en OCI.

Soitec, que lleva varios años en nuestra cartera, nos costó un **-17%**. Su problema sigue siendo la digestión del exceso de inventarios, un empacho que se originó durante los años de Covid. Nuestro error en Soitec ha sido infravalorar esta indigestión, cegados por su innegable liderazgo tecnológico en materiales de semiconductores. La compañía claramente tampoco ha sabido leer correctamente la situación de su cadena de valor, y el mercado ha recibido con frustración varios “*profit warnings*” durante los últimos trimestres. Muchos reclamaban un cambio en su equipo directivo, y el 1 de octubre finalmente la compañía comunicó la dimisión de su CEO. Su nombramiento ya fue polémico en su momento, en 2022, debido a su falta de trayectoria en esta industria, y la lección debería estar aprendida. La estrategia de Soitec está clara, y el próximo CEO “sólo” tiene que ejecutar la presente hoja de ruta, participando en el establecimiento de los diversos ecosistemas donde su tecnología, ya desarrollada, va logrando erigirse en “el estándar” de la industria.

Finalmente, **Tubacex** se dejó un **-15.8%** en el trimestre. Aunque ya llevamos más de +100% desde nuestra inversión inicial, el 2025 está siendo un poco más lento de lo que esperaban ellos, principalmente por el ruido constante sobre los aranceles globales, que afecta al apetito y al riesgo de multitud de proyectos de inversión que consumirán tubos y piezas de acero inoxidable. Además, el cambio al timonel en Tubacex anunciado en marzo, donde Jesús Esmoris cede el testigo a un nuevo CEO, Josu Imaz, aconseja algunos trimestres de cautela para no malgastar la gran reputación acumulada. Así pues, la compañía está transmitiendo un mensaje conservador sobre sus resultados para este año y tal vez el próximo, mientras se sientan las nuevas bases del juego arancelario global. En cualquier caso, para Tubacex, la temporada de cosecha acaba de empezar, y aunque quieran ser cautelosos en su mensaje, va a ser difícil que el mercado no reaccione ante i) el fin de la inversión para su nueva planta en Abu Dhabi, ii) el comienzo de la facturación para sus grandes clientes en Abu Dhabi y Brasil, y iii) el despegue del negocio por su conexión Sentinel Prime (la mejor conexión del mundo para acero inoxidable, y recién “inventada” desde noviembre de 2024). Con más negocio y menos inversión/capex, se genera mucha más caja. El negocio y la caja siempre empujan con fuerza, y Tubacex es un caso de libro del tipo de inversión/proyecto que da solidez a nuestra cartera y que nos da gran confianza sobre nuestra rentabilidad a medio y largo plazo.

Cada compañía de nuestro fondo responde a catalizadores concretos, que nos dan visibilidad sobre sus beneficios, sobre el motivo por el que el mercado volverá a fijarse en su contexto de valoración tan atractiva, y en ocasiones, sobre los dividendos tan extraordinarios que van a pagar. El camino de nuestra rentabilidad es el de nuestros proyectos, que no coincidirá necesariamente con el camino del mercado, donde el ruido macro/geopolítico a veces domina. Pero es precisamente este enfoque el que nos da la visibilidad y la confianza sobre la dirección de nuestro viaje.

A cierre del tercer trimestre, y en base a los números del consenso, **nuestra cartera cotiza a 11.9x PER del 2026, 5.9x ev/ebitda, y 8% de dividendo, que compara muy favorablemente con el mercado: SP500 a 22.2x PER y 15x ev/ebitda o MSCI World a 19.8x y 13.2x respectivamente**, en ambos casos con niveles de deuda más altos que los nuestros, y peores perspectivas de beneficios y dividendos. Tras el fuerte rebote de los últimos meses, en gran parte técnico, nos encontramos de vuelta a un punto en el que la clave vuelve a estar principalmente en la selección de compañías. Seguimos inmersos en un cambio de ciclo (de hecho, varios ciclos, en diversos ámbitos), y hoy más que nunca es fundamental invertir en proyectos concretos, y evitar temáticas donde las exigentes valoraciones de partida puedan resultar un desafío insalvable para la rentabilidad de los inversores.

02.

Entrada y salida de inversiones

La rotación de nuestro fondo vuelve a ser baja. Las compras o ventas casi siempre se deben al ritmo operativo de los catalizadores en nuestras participadas. También somos capaces de adaptarnos a las oportunidades cuando el mercado las ofrece, y con los fuertes movimientos técnicos de los últimos meses pudimos aprovechar algunas.

Desde junio, los ligeros cambios de nuestra cartera han completado esas decisiones oportunistas del trimestre anterior, con i) la **ligera reducción** de nuestro peso en **barcos petroleros**, en base a su buen comportamiento y frente a la estacionalidad desfavorable del verano para su negocio, y ii) la ligera toma de beneficios en **Zegona para reajustar ligeramente nuestra exposición ante su fuerte aumento de peso en cartera**, al tiempo que respetamos los límites legales de inversión de nuestro mandato.

Por otro lado, y como muestra de nuestro foco en la gestión del riesgo, en septiembre de dió una muestra anecdótica de nuestra flexibilidad y pragmatismo. A principios de mes **decidimos reducir dramáticamente la inversión en Watches of Switzerland** antes de su reporte de ventas – Suiza se ha visto castigada con aranceles del 39% por EE.UU., sólo por detrás de China, India, o Brasil, países hasta ahora antagónicos al presidente Trump. Una tarifa tan elevada debería impactar los planes de negocio de Watches of Switzerland en EE.UU, y el riesgo de recortes drásticos a sus objetivos no era menor. Un **gran privilegio de la inversión en compañías cotizadas es la liquidez, el poder desinvertir o invertir con facilidad**. Finalmente, tras el comunicado oficial, y habiendo discutido los diversos escenarios con la compañía, que nos explicó con detalle por qué mantiene su confianza, **decidimos reconstruir nuestra posición**. La “venta-compra” aquí descrita es algo poco común en nuestro proceso, pero debido a las circunstancias concretas que afrontamos, y las reacciones tan extremas del mercado en otras compañías este año, nuestra discusión interna culminó en que se antojaba como algo muy razonable (mucho que “no-perder”).

Adicionalmente, desde la vuelta de verano iniciamos **dos nuevas posiciones**, en proyectos que enriquecen la construcción de nuestra cartera. Con ellas aspiramos a fuertes retornos en base a **palancas idiosincráticas** que, una vez más pondrán de manifiesto que el camino que sigue nuestra estrategia es diferente al de la Bolsa en general. Aunque preferimos no dar más detalle por el momento, mientras terminamos de construir nuestras inversiones, uno de los proyectos se encuadra en la tecnología médica, y el otro en el negocio minero.

03.

Liquidez

Nuestra liquidez disponible en la actualidad se encuentra en niveles del **1%**, tras haber rotado ligeramente algunas posiciones y reflejando la incorporación de los dos nuevos proyectos arriba mencionados.

04.

Errores

En el capítulo de errores, no tenemos nada nuevo que reportar este trimestre. De las rezagadas, Soitec va lenta, y nuestro timing histórico no ha sido nada bueno, pero su producto es exactamente lo que la industria de semiconductores necesita para diversas aplicaciones clave. Respecto a OCI, esperamos la resolución final de su saga en breve – aún confiamos en sus fundadores y en el equipo gestor (por su ejecución honesta hasta la fecha, y por la alineación de incentivos). En cuanto a Watches of Switzerland, tal vez la inversión más vulnerable a los aranceles de

EE.UU., la reacción de las marcas que venden en sus tiendas está siendo racional y sugiere un equilibrio de intereses. Y además, lo más probable es que Suiza siga negociando, y logre en sus tarifas un acuerdo de amigo, no de adversario.

05.

Reflexiones/Divagaciones

La época estival que acabamos de dejar atrás suele permitir cierta reflexión, y dar ánimos renovados, para encarar el tramo final del año. Además, la estacionalidad de septiembre y octubre, normalmente poco favorable, a menudo purga ciertos excesos y ofrece interesantes puntos de entrada de cara a los meses de noviembre y diciembre, históricamente bastante favorables. Curiosamente, esta estacionalidad, a pesar de repetirse cada año, a menudo provoca que muchos teman que sea mucho más que el ritmo vital del mercado. Para ellos, la purga se torna en mensaje alto y claro, y les da confianza para pronosticar el peligro inminente, el desastre macro, o la explosión de burbujas. Este año, el ruido es ensordecedor sobre i) el **miedo a la burbuja de la IA** y consecuentemente, ii) la tentación de hacer *timing* de mercado, y vender.

Miedo a la burbuja de Inteligencia Artificial (IA).

Creemos que nuestra perspectiva actual sobre este tema, que cada día ocupa más titulares, puede añadir valor – al fin y al cabo no deberíamos ser sospechosos de hacernos trampa al solitario en temas como el riesgo de valoración en el mercado. De ninguna manera queremos defender que las valoraciones no importen, pero ante las fuertes subidas de algunas compañías, el mercado, que no es estúpido, puede tener alguna justificación razonable. Aunque no pretendemos ser más listos que nadie, sabemos que el mercado “puede permanecer irracional durante más tiempo que los inversores pueden permanecer solventes”, si se le lleva la contraria. Así pues, en las siguientes páginas desgranamos algunas consideraciones que nos parecen relevantes.

Nuestra cartera está expuesta de manera indirecta a la IA en un peso relativamente limitado, a través de compañías de semiconductores. Pero todo nuestro *portfolio*, incluidas estas compañías tecnológicas, por definición, está construido en base a empresas a valoraciones muy atractivas, anti-burbujas. Por otro lado, si la IA fuera una burbuja, y estallara, su impacto tendría repercusiones negativas, arrastrando a muchos otros índices y compañías (generación eléctrica, negocios cíclicos, demanda discrecional...). El estilo de inversión **value que nos describe, históricamente ha ayudado a descorrelacionar frente a las peores caídas** – y en un caso histórico extremo, como la burbuja de internet, muchas de nuestras participadas podrían lograr subir, como refugio ante los excesos del mercado en otras áreas.

Desde que en noviembre de 2022 OpenAI entregara ChatGPT al público, el mercado se ha fracturado en 2 bloques; el de las compañías que hacen posible la IA, y el resto. Algunas empresas como Nvidia, que venía de perder más de un -60% en 2022, ahora dominan los mercados y los relatos, y capitalizan más que la suma de todas las empresas de casi cualquier país. Pero lo cierto es que **tales cotizaciones no son puro artificio, y responden al mecanismo más fiable de la bolsa - donde van los beneficios, va la bolsa**. De hecho, estas grandes compañías, las Magníficas 7, y algunas otras, han logrado resultados extraordinarios.

En toda burbuja hay un germen de verdad, que actúa como la levadura en la masa del pan. El problema surge cuando algunos comienzan a vender humo, para lograr recursos y poder comprar su sitio en “la mesa de los mayores”. A medida que muchos inversores se dejan convencer, los proyectos y las visiones van ganando en tamaño y en ambición, hasta desatarse lo que parece una carrera de armamento tecnológica. Según Bank of America, más del 54% de los inversores, hoy creen que la IA ya está en una burbuja. Y nosotros mismos llevamos unas semanas inundados por notas e informes que tiran de hemeroteca y comparan con episodios históricos como los ferrocarriles en el siglo XIX, la burbuja de Japón en los 80s, o las telecom e Internet en los 90s. Pero a pesar de la alarma y los titulares, **las valoraciones aún distan mucho de aquellos extremos**.

	Peso en mercado	PE +1yr
Nvidia	7,80%	26,1
Microsoft	6,80%	27,2
Apple	6,60%	29,1
Alphabet	4,90%	20,8
Amazon	4,10%	24,9
Meta Platforms	2,70%	21,2
Tesla	2,60%	135,2
Magnificent 7 (2025)	35,5%	28,8

	Peso en mercado	PE +1yr
Nippon Telegraph and Telephone	6,90%	100,1
Industrial Bank of Japan	4,60%	154,2
Sumitomo Mitsui Banking	3,40%	49,2
Bank of Tokyo-Mitsubishi	3,30%	49,8
Fuji Bank	3,10%	52,8
Dai-ichi Kangyo Bank	2,90%	44
Sakura Bank	2,80%	62,1
Japan Financial Bubble (1989)	27,0%	67,0

	Peso en mercado	PE +1yr
Microsoft	4,50%	53,2
Cisco Systems	4,20%	101,7
Intel	3,60%	42,1
Oracle	1,90%	84,6
IBM	1,70%	23,5
Lucent	1,60%	37,9
Norte Networks	1,5%	86,4
Internet bubble (2000)	19,0%	52,0

	Peso en mercado	PE +1yr
IBM	7,10%	35,5
Eastman Kodak	3,60%	43,5
Sears Roebuck	2,70%	29,2
General Electric	2,00%	23,4
Xerox	1,80%	45,8
3M	1,40%	39
Procter and Gamble	1,4%	29,8
Nifty 50 (1973)	20,0%	34,3

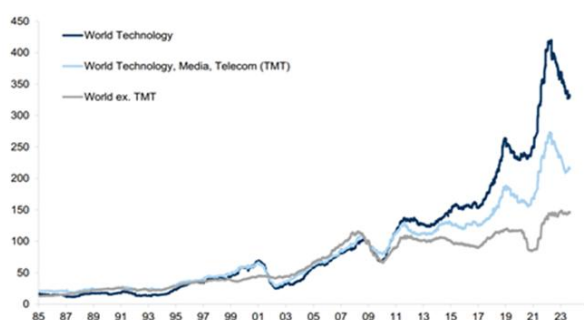
Fuente: Datastream, Factset, Goldman Sachs, Paradigma Value Catalyst

Algunas anécdotas, como la concentración de los índices bursátiles en pocas compañías, los acuerdos de financiación circulares (Nvidia, y otros, ayudando con recursos a sus clientes para acelerar sus ventas), y las valoraciones de algunas *start-ups*, echan leña al fuego. Y sin embargo, muchos continúan preocupados por las tarifas, la inflación y la credibilidad de la deuda pública (ver el precio del oro), por el empleo que se debilita como síntoma de una economía en problemas, o por la geopolítica – **la exuberancia generalizada...aún no es tal.**

Para que lo que estamos viviendo YA sea una burbuja, además habría que despreciar varios matices que nos parecen importantes.

1.- Por ejemplo, la **concentración de mercado**, aunque puede acabar limitando el potencial de rentabilidad futura, en sí misma, no tiene por qué ser un problema económico: si se debe a que el mercado final de unas pocas compañías es el mercado global, frente al resto de sus índices y su PIB, enfocados en mercados locales, la diferencia relativa de sus cotizaciones puede tener sentido, y reflejar las diferencias en su generación de beneficios. Amazon, Microsoft, Nvidia...y todo el resto del complejo de la IA, en eso se parecen a Nestle, LVMH, Novo Nordisk o tal vez Inditex, que también destacan en sus índices locales. Parte de los retornos bursátiles de estas compañías, hasta la fecha guardan una **estrecha relación con los beneficios generados – suben más que el mercado, en parte porque ganan más.** Y esta es la razón por la que las valoraciones actuales distan de otros episodios de burbujas históricas. Además, por la dominancia sin precedentes en sus negocios, y su solidez de márgenes y de balance, puede ser legítimo que a día de hoy gocen de una valoración superior a la media.

Beneficios por acción (BPA)



PE (top 10 vs SP500 ex-top 10)



Fuente: Goldman Sachs Global Investment Research, Datastream, Worldscope, Paradigma Value Catalyst

2.- Por otro lado, la inversión actual **será burbuja, o no**, en función de su **capacidad de generación de rentabilidades futuras**. La concentración de la cadena de valor nos debería dar cierta confianza, con diversos eslabones de la cadena en situación de cuasi-monopolio, con compañías de sobrada calidad y experiencia (TSMC, Hynix, Samsung Electronics, ASML, Lam Research, KLA...etc), que no necesitan invertir por invertir, ni crecer por crecer - cuando éstas mueven ficha, suele ser con conocimiento de causa.

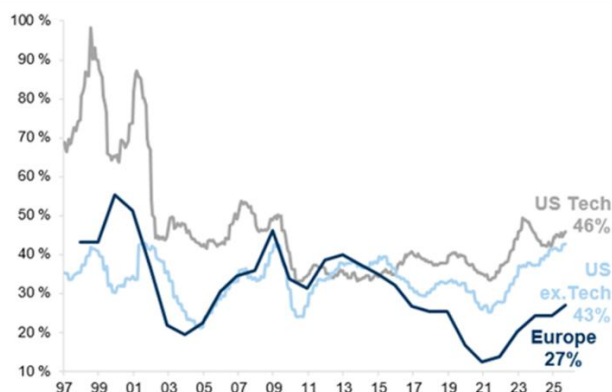
Del mismo modo que una planta industrial, o un comerciante de moda, o un restaurante...o cualquier otro negocio, decide arriesgar un capital inicial para construir o reformar, y comprar equipo e inventario, aspirando a que el negocio despegue y alcance su velocidad de crucero en unos años, con la IA no se deben juzgar las enormes cantidades comprometidas en base a lo que es capaz de hacer hoy, a tan sólo 3 años de su lanzamiento. La progresión de los avances tecnológicos en general es cada vez más rápida, y lo que tardó 300 meses en lograrse, con 100MM de usuarios para la TV, se logró en menos de 100 meses para el smartphone, y menos de 2 meses para ChatGPT. Y aún así, ¡su adopción y su impacto no pueden ser instantáneos! Las capacidades de la IA aún continúan acelerando, pero hay que darles su tiempo. Además, hay **doble crítica** - mientras **se cuestiona su impacto por no ser instantáneo, muchos aceleran la obsolescencia de la infraestructura de IA a unos pocos años** (razonable tal vez para la porción de inversión en tarjetas gráficas o GPUs, pero sin considerar su reconversión a inferencia desde entrenamiento, por ejemplo, o su uso para modelos más específicos y menos complejos).

Por el contrario, los que están más cerca de las decisiones de inversión en IA, ven cómo, las necesidades de computación no paran de aumentar por su abaratamiento (nada nuevo bajo el sol de la tecnología), y por el uso de modelos multi-modales (especialmente el video), mayor complejidad incluso para inferencia, la verticalización para negocios específicos, la creación de "agentes de IA", etc. Descubrimientos como las "capacidades emergentes" de algunos modelos, sorprenden en campos para los que no han entrenado, no hacen sino aumentar la confianza en que lo mejor está por llegar.

Como confirmación, en nuestras conversaciones y visitas a compañías **cada vez encontramos más aplicaciones reales de la IA** (radioterapia, investigación farmacológica, desarrollo de contenidos, exploración sísmica para gas/petróleo/minería, mantenimiento industrial preventivo, enormes ahorros administrativos legales y de ingeniería...y por supuesto aplicaciones militares). La **proliferación más rápida, de cada vez más usos, y con obsolescencia no tan adversa**, son buenos argumentos para intentar ir a por un negocio que, **para los ganadores, no se medirá en millones de dólares, sino en porcentajes de PIB global**. Si las inversiones en IA ayudan a ahorrar un 0.5% del PIB mundial, y a crecer un 0.5% adicional, ese +1% extra combinado hoy serían \$1trn (\$1bn español, o c. 5x el PIB de España). Dada la velocidad de desarrollo de servicios y aplicaciones que ya vemos en multitud de compañías, aún no parece que las inversiones en infraestructura de estos años (\$400-500bn en 2025) sean ninguna locura, incluso sin asumir que parte de todo ello sea fallido (o sea, la inversión útil será menor, y el retorno para los ganadores será mayor, como ocurre en cualquier otra industria, desde la minería, el petróleo, pasando por farma, los videojuegos...).

3.- Las burbujas, que inicialmente despegan en base a una chispa de innovación, en algún momento mutan, cuando cuentan con fuentes de **financiación extrema y especulativa** que debilitan los cimientos al mismo ritmo que construyen sus castillos en el aire. La situación actual sin embargo, cuenta con fuentes de financiación muy sólidas - prácticamente la totalidad de lo invertido proviene de flujos de caja y de recursos propios de las super-caps globales, mientras que muy poco proviene de deuda. Como se ve en la gráfica inferior, gracias a los márgenes tan elevados de que disfrutan, con un **capex/FCF del 40% la situación actual puede sostenerse, y acelerar aún más, y queda lejos de los años de las "Punto-com"**. Todo es susceptible de empeorar en los próximos trimestres y años, y los recientes esquemas de financiación circular no son un buen signo. Aunque curiosamente, sean algo muy parecido a lo que, por ejemplo, lleva practicando el sector del automóvil desde hace décadas (los fabricantes financian a los compradores), de manera sostenida, y con gran éxito (ROEs de las financieras de BMW, Renault etc...superiores a los de cualquier banco).

**Tech capex aún contenido
(Growth capex + I&D)/ CFO**



Fuente: Facset, Goldman Sachs Global Investment Research

4.- Una característica muy especial de la IA es que, por su aún insondable alcance, ha despertado un gran interés inversor a nivel geopolítico – ningún país quiere quedarse atrás y renunciar a un motor doméstico de IA, que puede ser necesario/vital no sólo para crecer, sino incluso por sus capacidades defensivas frente a ciberataques (protección de infraestructura, financiera, etc...), o por sus capacidades militares. Es por ello, que la IA no sólo cuenta con abundante financiación privada, sino también con **ingentes fuentes de financiación pública/geoestratégica**. De nuevo, no es fácil cuestionar la solidez financiera del impulso actual en la IA.

Nuestra **conclusión es que estamos aún en el periodo de siembra en IA**, y que hay que recorrer un trecho para poder juzgar qué funciona, y qué no. El hecho de que los líderes en esta posible revolución industrial compartan perfil de emprendedor/visionario/“startapero” (Jeff Bezos, Mark Zuckerberg, Elon Musk, Sam Altman...), nos hace pensar que seguirán yendo a por todas, como siempre han hecho, aunque en esta fase de sus vidas con recursos casi ilimitados. Los actuales modelos LLM (*Large Language Models*, en inglés) son sólo el principio, un escalón hacia niveles mucho más complejos y flexibles de razonamiento e interacción, como los agentes de IA, o tal vez la Inteligencia Artificial General (AGI), y no quieren tirar la toalla a mitad de partida. **Nuestras compañías de semiconductores (fabricación de chips y memoria) son las que harán posible esta carrera de armamento, pero a niveles de valoración value.** Cuando Jeff Bezos o Sam Altman hablan de burbuja industrial en IA, nos preguntamos si no estarán jugando al póker, y lanzando un farol, para limitar la financiación disponible al resto de competidores. Por sus obras los conoceréis...y ellos no frenan.

El peor escenario puede ocurrir, pero hace falta más tiempo y más pruebas. Antes que eso, sin embargo, **el escenario más realista para nosotros es el de la caída en las valoraciones de muchas de las mega-caps** (o sea, ratios más bajos, como el PER, similar a la caída del precio/m2 en inmobiliario, pero en Bolsa), pero **sin que por ahora tenga que afectar mucho al resto del mercado**. El motivo es simple: trimestre a trimestre, mientras exploran el potencial de la IA, van **comprometiendo la calidad de sus negocios**, cada vez con más inversión en activos fijos, que impactará a la baja sus márgenes y su rentabilidad al capital. Además, cada vez pelean más fuera de sus monopolios respectivos, y se enfrentan a las otras *mega-caps*. Se trata de un cambio drástico de rumbo y de riesgo, excepto para el ganador final. Todo ello, **sumado a la dificultad matemática de acelerar/mantener sus tasas de crecimiento**, cuanto mayor es su tamaño de negocio, hace muy difícil imaginar que sus ratios de valoración puedan aguantar. Aunque su punto de partida no sea tan extremo como en anteriores burbujas, la teoría dice que menor crecimiento y calidad presionarán sus ratios de valoración a la baja. Por suerte, nuestro fondo y nuestras compañías ocupan el polo opuesto del mercado.

Timing de mercado: vender

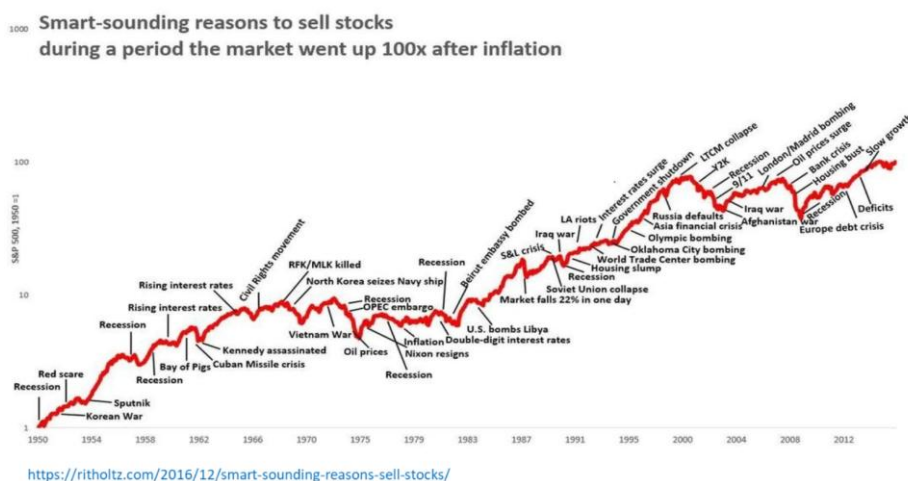
A riesgo de sonar repetitivos, pues ya cubrimos el *timing* como una de las estrategias fallidas de gestión del riesgo en nuestra anterior carta trimestral, para un inversor que busque maximizar la rentabilidad de su patrimonio, es **mucho**

más potente el “time-in”, que el “timing”. Lo decimos por experiencia propia, y gigantes como Charlie Munger, Seth Klarman o Peter Lynch llegaron a la misma conclusión mucho antes que nosotros.

Cualquier inversor profesional que periódicamente recomiende vender o comprar, en vez de recomendar una construcción ordenada de exposiciones, arriesga su credibilidad a menos que pueda demostrar i) que acierta más de lo que falla, ii) que el acierto no ha sido suerte, y seguirá acertando, donde el 99.9% de los *hedge funds* e inversores más sofisticados fracasa, y iii) que no hay una alternativa mejor, que acierte más y genere rentabilidades superiores. En definitiva, tendrá que demostrar que Munger, Klarman, Lynch y muchos otros no sabían de qué hablaban.

Para un inversor aficionado, que disfrute de la emoción de las subidas y las bajadas, las sorpresas y los cotilleos, los pelotazos...entonces el *timing* es válido, pero como pasatiempo. Y en todo pasatiempo, por la diversión, se paga - **el timing cuesta dinero**. ¿O es que alguien cree de veras que puede invertir con más éxito dedicándole sólo un par de horas a la semana, que todos los hedge funds y los fondos dedicados, con sus millones de dólares en personal, computación cuantitativa, y acceso directo a las compañías?

Nosotros, intentando ser racionales y realistas, y a pesar de la avalancha de alertas sobre la posible burbuja de IA que hemos intentado interpretar, concluimos que **no procede hacer timing de mercado tampoco esta vez, y no toca vender y no estar en renta variable**. Primero, porque no tenemos nada claro que ya haya una burbuja y que esté a punto de estallar. Segundo, porque hay alternativas mejores, como permanecer invertido a través de compañías, baratas y con catalizadores específicos a sus proyectos, que no participan ni de lejos en la posible exuberancia de la IA – así es como construimos nuestra cartera. Y tercero, porque seguimos sin conocer, ni hemos leído sobre nadie, que pueda hacer timing de mercado de manera consistente – nosotros tampoco. El coste del *timing* no sólo se mide por la pérdida cuando el especulador se equivoca al comprar, sino también por los beneficios que no se perciben cuando el especulador se equivoca al vender...y queda fuera del mercado. El enfoque debe ser otro – siempre hay razones preocupantes para no estar invertido, mientras el mercado continúa su camino, que es el de las empresas y los negocios reales que se adaptan a la competencia, la inflación, la regulación o los impuestos.



Con estas reflexiones finales nos despedimos hasta la próxima carta trimestral. Agradeciendo una vez más el apoyo y la confianza,



Andrés Allende Rodríguez-Losada, CFA

Gestor del fondo Paradigma Value Catalyst

Aviso Legal

El presente documento contiene información relativa a cifras y hechos del mercado.

La presente documentación no propone, sugiere ni recomienda estrategias de inversión o tomas de decisión sobre valores o instrumentos financieros. No contiene valoraciones o juicios de valor sobre decisiones de inversión, ni constituye un informe de inversiones, un análisis financiero o otra forma de recomendación general relativa a operaciones sobre instrumentos financieros, su precio, su valor presente o futuro o a sus emisores, elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones.

Esta información está disponible solo con fines informativos y no constituye una solicitud de ningún servicio o producto de inversión y no es una invitación para suscribir acciones o unidades de fondos en este documento. Consulte el Folleto y el DFI para obtener más información sobre este fondo y antes de cualquier suscripción. Un inversor debe realizar su propia evaluación de riesgo y debe consultar si es necesario a sus propios asesores legales, financieros y fiscales, antes de cualquier suscripción.