



Paradigma Value Catalyst

Carta Trimestral

2T 2026



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.

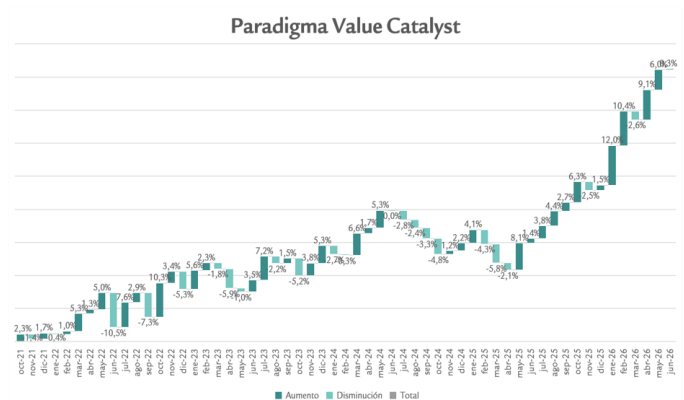
Estimados partícipes,

A pesar del conflicto en Irán, que lejos de resolverse pronto, se ha alargado durante más de cuatro meses, el mercado encontró la manera de encajar el golpe y avanzar sin atisbo de preocupación. Mientras tanto, la rentabilidad acumulada de nuestro fondo, **Paradigma Value Catalyst (clase A), en los últimos tres meses ha sido del +15,9% neto de costes¹**, que nos deja en un **+113,1% acumulado desde el lanzamiento hace ya casi 5 años**. De nuevo, nuestros avances responden más a la ejecución de nuestras compañías que a consideraciones geopolíticas, aunque nunca dejamos de medir el posible impacto de los cambios globales, incluidos los riesgos macro. Una vez más, con esta carta trimestral, nuestro objetivo es ofrecer la máxima transparencia, para que nuestros partícipes, como nosotros, dispongan de la visibilidad para poder decidir sobre sus inversiones de la mejor manera posible.

Rentabilidades mensuales						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Enero		-0,4%	5,6%	-2,7%	4,1%	12,0%
Febrero		1,0%	2,3%	-0,3%	-4,3%	10,4%
Marzo		5,3%	-1,8%	6,6%	-5,8%	-2,6%
Abril		1,3%	-5,9%	1,7%	-2,1%	9,1%
Mayo		5,0%	-1,0%	5,3%	8,1%	6,0%
Junio		-10,5%	3,5%	0,0%	1,4%	0,3%
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%	6,3%	
Noviembre	-1,4%	3,4%	3,8%	1,2%	-2,5%	
Diciembre	1,7%	-5,3%	5,3%	2,2%	1,5%	
RA*	2,6%	11,8%	12,9%	0,0%	17,9%	39,6%

* RA: rentabilidad anual

Fuente: Paradigma Value Catalyst



Respecto al mercado, este trimestre el SP500 se anotó un +14,9% en moneda local (y el dólar sumaría un +1,1% adicional), el MSCI World un +13,3%, el Euro Stoxx 600 un +10,0%, mientras que el índice de emergentes despuntó, con un +23,3%, impulsado por Corea del Sur y Taiwán. El bono estadounidense a 10 años, la referencia libre de riesgo, se dejó un -0,9%, pues las dudas respecto a la inflación y el gasto público continúan. El principal protagonista del trimestre, por la guerra desatada en Irán, y el consecuente bloqueo del estrecho de Ormuz, ha sido de nuevo el petróleo, que vuelve a demostrar lo complicado del timing en torno a titulares geopolíticos y que se deja un -38,4% (Brent), junto con el gas natural en Europa (-13%). Según escribimos estas líneas, el alto el fuego se mantenía, a pesar de las múltiples infracciones. Cuanto más nos acercamos a las elecciones mid-term en EE.UU., y a los límites técnicos de los inventarios globales de petróleo de emergencia ... ¡dos no se pelearán si uno no quiere!

Para la segunda mitad del 2026, y a pesar de las grandes salidas a bolsa, como SpaceX, y seguramente también Anthropic y OpenAi, cobra cada vez más fuerza la vuelta a la normalidad del resto del mercado: las "PYMES", los trabajadores y los consumidores. Si hay crecimiento sostenible, gracias a tantos proyectos que se habían pospuesto, y si la inflación se mantiene controlada, y si la IA se empieza a aplicar al mundo real y reacelera la productividad global, entonces Trump habrá calculado bien, o habrá tenido suerte, y las elecciones en noviembre no le darán ningún susto. Los resultados empresariales, y el mercado, por ahora apuntan en esa dirección. Aunque el viento de cola a nosotros también nos ayuda, el motor principal de nuestra rentabilidad, sigue siendo mucho más concreto y más operativo, diferente en cada participada, y en todo caso independiente de elecciones, niveles de inflación, tipos de interés, y cualquier otra variable binaria, fuera del control de nuestros equipos gestores.

¹ Fuente: Bloomberg, con datos a 30 de junio de 2026.

01.

Inversiones y rentabilidad

En el segundo trimestre de 2026, **Paradigma Value Catalyst (Clase A)** alcanzó una rentabilidad de **+15,9%**, neta de gastos. Nuestras inversiones relacionadas con **tecnología, salud y lujo** fueron nuestras principales fuentes de rentabilidad positiva, mientras que nuestra exposición a **petróleo y gas, GNL y telecomunicaciones**, supusieron un ligero lastre.

A nivel de compañías, la coreana **Hynix** es la que más suma en el trimestre, seguida de su compatriota **Samsung Electronics**, y en tercer lugar se situó **Polypeptide**. Por el contrario, **Rovi, Elekta y Odfjell Drilling** fueron las peores a nivel individual.

Hynix continúa su ascenso fulgurante, con su **+228%** de rentabilidad en el trimestre. Hynix, junto con sus competidores Samsung Electronics y Micron, producen el 95% de la memoria DRAM global, y el c. 100% de la memoria para móviles + PCs + servidores + IA. La memoria ha sido, y sigue siendo, **el principal cuello de botella para casi cualquier tipo de computación digital**. Como muchos habrán experimentado desde hace años, cuando sus PCs “se congelan”, tienen que solicitar a sus departamentos de IT una ampliación de memoria DRAM. Las CPUs y las tarjetas gráficas no trabajan al 100% de capacidad, sino a lo que les permita la disponibilidad de datos que sus memorias contengan.

El problema actual en el mercado es la falta de capacidad para producir suficiente memoria como la explosión en la demanda pide. La raíz del problema fue el **ciclo bajista del 2022/23**, a la salida de Covid, que desencadenó trimestre tras trimestre de pérdidas operativas. Sin la **disciplina de los propios fabricantes**, este ciclo habría sido como tantos otros antes, con el desenlace típico de quiebras y más consolidación industrial. Sin embargo, la disciplina no era ficticia, sino real. Esa misma disciplina es la que hoy no permite aumentar la capacidad al ritmo que el mercado pide. Además están las barreras físicas – no hay magia, ni powerpoint que valga, pues una planta de semiconductores tarda 3+ años en levantarse y ponerse en producción en Corea (en EE.UU. aún más, y en Europa...ni siquiera tenemos el ecosistema necesario). A China le encantaría intentarlo, pero sin acceso al equipo más avanzado de ASML / Lam Research /Applied Materials etc... lucha por recuperar terreno, y no perder más, frente a su desventaja actual de 5 años. Por todo lo anterior, como no hay suficiente oferta para equilibrar la demanda, la subida en el precio de DRAM es la única variable disponible para el doloroso ajuste. El resultado final es que **los beneficios operativos de Hynix, pasaron de muy negativos en 2023, a máximo histórico en 2024, y de nuevo a doblar en 2025**. El ascenso continúa, y en el **primer trimestre de 2026 Hynix ganó casi tanto como en todo el año pasado**. Todo esto explica el ascenso de su cotización – como el mercado nos enseñó, “donde van los beneficios, va la bolsa”. Hynix, a **4x ev/ebitda 2026, a día de hoy está igual de barata que hace 1 año**. En los próximos meses, además, Hynix se verá beneficiada por catalizadores extra: i) su cotización en Nasdaq, a través de ADRs, que debería ayudar a cerrar la distancia en valoración respecto a Micron en EE.UU., y ii) los detalles de sus contratos de venta de memoria DRAM a largo plazo, que ayudarán a mitigar la ciclicidad de su negocio. Parte del proceso de inversión en Value Catalyst, busca aguantar con nuestros ganadores; así pues mantenemos nuestra inversión en Hynix, mientras tengamos confianza sobre su trayectoria de beneficios, de valoración, e incluso también en este caso, de dividendo.

Samsung Electronics también ha empujado con fuerza, y nos brindó un **+90%** en el trimestre. Junto con Hynix y Micron, Samsung controla la producción mundial de memoria DRAM y NAND flash. Del mismo modo que ellos, se está beneficiando de un rebote cíclico, desde el punto más bajo del ciclo anterior en 2022/23, y al que se ha sumado un impulso estructural, como es la explosión de computación para IA. La disciplina de los productores de memoria, y las limitaciones físicas para incrementar producción han acorralado a la demanda, que paga el precio que haga falta. Samsung, cuyos negocios de móviles, electrodomésticos y paneles OLED se han diluido en peso relativo por el crecimiento de los semiconductores, solía ser el líder tecnológico. Sin embargo, en años recientes perdió parte de su liderazgo en DRAM, cuando el despegue de la memoria de banda ancha, o HBM por sus siglas en inglés, tomó protagonismo contra su pronóstico. Desde entonces, Hynix es quien ha marcado el paso; Nvidia no utilizó producto de Samsung en sus tarjetas gráficas hasta este mismo año, cuando por fin el gigante coreano ha logrado solucionar sus desafíos técnicos. A pesar de ello, los **resultados de Samsung han sido estelares** en los últimos años, y mantienen su inercia en 2026. De cara a **2027 e incluso 2028**, la **visibilidad** en su negocio **sigue siendo muy elevada**, y mejorará

incluso más con los contratos que están firmando a largo plazo. Lo que se busca realmente en la industria es afianzar las previsiones que permitan invertir y aumentar la capacidad global, evitando los episodios históricos de “boom y bust” en memoria DRAM y NAND. Con la subida de sus beneficios operativos, que en el primer trimestre del 2026 ya suman más que en todo el 2025 (y 8x veces más que en todo el 2023), la cotización de Samsung simplemente mantiene el paso – su valoración sigue tan barata como el año pasado. Nuestra inversión sigue considerando este perfil de beneficios futuros, la valoración actual, y el posible dividendo, que se augura relevante, dada la enorme generación de caja.

Cambiando totalmente de tercio, la suiza **Polypeptide**, con su **+66%**, se une a las coreanas en el podio de este trimestre. El peso de nuestra inversión en salud ha ido subiendo de manera inexorable en los últimos dos años. El proceso de inversión es el mismo que para otros negocios – buscamos compañías que el mercado, en su eficiencia retardada, aún no vea con tan buenos ojos, pero que cuenten con algún catalizador concreto, casi siempre operativo, que a nosotros nos ayude con visibilidad sobre cambio a mejor, dentro de un horizonte temporal razonable. Polypeptide apenas acaba de empezar. En su mercado, donde **apenas 4 compañías globales controlan la fabricación de péptidos para terceros, la demanda está explotando**, primero por los medicamentos contra la obesidad, o GLP1s, pero también por otros muchos productos, que pretenden usar ese **mecanismo tan natural de nuestro organismo**, que se vale de multitud de péptidos para todo tipo de funciones (regulación de azúcar, testosterona, regeneración dermatológica, capilar, muscular...y muchos otros). Sin embargo, con el paso de los años, la fabricación de péptidos fue quedando como un área de nicho, mucho menos popular que los biológicos y las terapias génicas y celulares. Así, cuando la demanda se multiplicó tras el éxito de los medicamentos para la obesidad, la oferta no era capaz de atenderla. Los CDMOs como Polypeptide, que fabrican péptidos para terceros, se pusieron manos a la obra, añadiendo capacidad lo más rápido posible, con el **soporte de pre-pagos y compromisos plurianuales de volúmenes y precios por parte de sus clientes**. Sin embargo, cambios de ritmo de tal envergadura, que aspiran a fabricar miles de litros de producto, cuando antes se fabricaban decenas, no son tan fáciles de ejecutar como sugeriría una hoja de excel o una presentación de power point. La ejecución no ha sido fácil – hubo dudas sobre la calidad del producto final, retrasos, y hasta preocupaciones por el coste total de la inversión. Con algún cambio relevante en su cadena de mando, Polypeptide finalmente completó la construcción de su primer gran proyecto en 2025, su **planta de Braine**, y en 2026 se empezarán a ver los frutos. El mercado lo va entendiendo, ayudado además por los rumores de OPA sobre la compañía. Aunque no reporten más que resultados semi- anuales, Polypeptide no cesa de explicar sus perspectivas a quienes les preguntan. Polypeptide alcanzó su punto más bajo en 2024, y desde entonces, su despegue va tomando forma – tras Braine, vendrá Malmö, y algunas otras más, para lograr que su **ebitda multiplique por 3x vs. su cifra del 2025**. Nosotros mantenemos **nuestra inversión, que incrementamos en cuanto el mercado nos dio la oportunidad en marzo**, tras su publicación de resultados de 2025.

Respecto a nuestras detractoras, **gran parte de los movimientos recientes se explican por asuntos operativos**. Aunque su impacto sea limitado en el tiempo, el mecanismo del mercado está funcionando.

En primer lugar, **Odfjell Drilling**, que ha ejecutado de manera ejemplar durante tanto tiempo, sorprendió con un **percance operativo bastante serio**, y se dejó un **-17%** en el trimestre. El 18 de abril, por causas que no eran evidentes en un primer momento, su BOP (“blowout preventer”, una suerte de “tapón” de emergencia, para sellar un pozo de petróleo o gas, y que vale en torno a \$50MM) se soltó y cayó desde su drillship Deepsea Atlantic, **hasta el fondo marino**, a 1.100 metros de profundidad. No se produjeron daños personales, y el BOP se recuperó y será reparado en pocos meses, a cargo del seguro. Lo que no está protegido es el “lucro cesante” del Deepsea Atlantic, que durante unos meses no recibirá ingreso alguno, mientras que los gastos corrientes no frenan. El impacto total será perfectamente asumible para Odfjell; lo realmente crítico era la posible pérdida de credibilidad para la compañía, por haber cometido algún “error no forzado”. Sin embargo, nuestras conversaciones indican que el percance se debió a un problema de software en el BOP, a cargo del proveedor original, NOV. Seguimos confiando en que la calidad de su servicio y su modelo de negocio nicho, permite a Odfjell Drilling aspirar a un futuro muy prometedor, que aún no está en precio.

Por su parte, la sueca **Elekt** se dejó un **-10%**, aunque nosotros vemos que sus últimos resultados trimestrales confirman **avances muy concretos y relevantes**. La reacción inicial fue negativa, cayendo un -14%, seguramente por las interferencias que el final del golpe de timón en su estrategia introducen en los números reportados: bajadas al valor capitalizado de gastos de I+D históricos y cambios de criterios contables que penalizan los márgenes. Además,

la distorsión por los vaivenes del dólar, que afecta a una parte importante de sus ventas, contribuía a despistar aún más. Sin embargo, “bajo el capó”, el progreso es absolutamente real, desde la **aceleración de sus órdenes en EE.UU. y también en China**, pasando por la **subida de los márgenes** gracias al renovado foco estratégico, y especialmente, un cambio dramático en la **generación de caja de la compañía, que alcanzó su nivel más elevado en los últimos 5 años**. El nuevo equipo gestor, que ya lleva más de un año trazando su plan y poniéndolo en práctica, mantiene la confianza y el compromiso personal – incluida la compra de acciones en la compañía. Para nosotros, Elekta, una de las dos grandes fabricantes de equipos de radioterapia globales, ofrece una oportunidad poco frecuente, en una compañía, y un negocio que suma a una demanda estructural, una posición tecnológica y de mercado única, a una valoración que refleja mucho del pasado, y casi nada del futuro. Durante el trimestre, y **aprovechando las caídas y los avances operativos, decidimos doblar nuestra posición en Elekta**.

Finalmente, **Rovi** hizo sufrir a muchos este último trimestre, con un **-28%** de caída total, incluido un **-16%** el día de su publicación de resultados. De nuevo, el movimiento en el mercado tuvo mucho que ver con sus operaciones – no se puede decir que el mecanismo del mercado no funcione. El punto clave es la diferencia en la interpretación de tales resultados, que en ocasiones pueden no cumplir frente a expectativas demasiado optimistas, o simplemente por diferencias en el horizonte temporal. Desde nuestro profundo respeto al mercado y su capacidad de reflejar el valor de casi cualquier activo, también estamos familiarizados con algunas de sus limitaciones. En el caso de Rovi, lo que nosotros vemos como **una virtud – la transparencia y la honestidad**, que les llevó a **reducir sus provisiones del 2026 en apenas un -5%**, por el retraso en el contrato de un cliente, fue castigado como si se cuestionara la totalidad de su negocio de pre-llenado de jeringas y viales. Este negocio sigue siendo la joya de su corona, donde aspiran a ser probablemente el número uno del mundo, y donde la **demandas sigue siendo muy superior a la oferta**. Del resto de líneas de negocio parecía que no hubiera que comentar nada, y que tampoco le importe a nadie su cambio de ritmo estratégico, tras la compra de la planta de pre-llenado de BMS en EE.UU, a un precio casi irrisorio, y con la que multiplican su pegada comercial al otro lado del Atlántico. Adicionalmente, Rovi cuenta con gran **opcionalidad** o convexidad positiva, gracias a **su portfolio de productos en desarrollo**, que podría llegar a ser una gran palanca de rentabilidad en los próximos 2 años. Hoy sólo se los considera un peso muerto, que deprime sus márgenes y su generación de caja. Gracias a nuestro estrecho seguimiento de la compañía y su equipo gestor, entendimos las caídas como la oportunidad que esperábamos para **incrementar nuestra inversión, que doblamos en tamaño**.

Nuestro método de trabajo no nos lleva a comprar o vender sistemáticamente, ante caídas o subidas respectivamente. La decisión final tiene más que ver con lo que realmente ocurre en las operaciones de las participadas – compramos cuando avanzan más de lo que refleja el precio, y vendemos en caso contrario. Así, cumplimos nuestro objetivo de **mantener la cartera renovada, aspirando a máximos más y más elevados, gracias a una cartera compuesta de participadas casi en mínimos**, al principio de sus historias de creación de valor.

A cierre del segundo trimestre de 2026, **nuestra cartera cotiza a 13,4x PER del 2026, 6,8x ev/ebitda, y 5% de dividendo**, que compara muy favorablemente con el mercado: SP500 a 21.8x PER y 15.2x ev/ebitda o MSCI World a 20,3x y 14,0x respectivamente, en ambos casos con peores perspectivas de beneficios y dividendos. La rotación continúa en el mercado, con algunas de las compañías más populares dando paso a otras de segunda línea. Seguimos inmersos en cambios dramáticos en muchos ámbitos, y no es descartable que el **mercado se mantenga estable**, e incluso ligeramente estancado en la superficie, aunque en **su estructura interna se produzcan intensos relevos de liderazgo**. En escenarios así, la **inversión ACTIVA** cobra más relevancia que nunca, al contrario que la inversión PASIVA en índices, que no discriminan entre proyectos específicos, ni oportunidades ni riesgos de valoración.

02.

Entrada y salida de inversiones

En el segundo trimestre nuestra operativa se limitó a recortar peso en tres participadas, sobre todo por su fuerte revalorización, que las hizo crecer por encima de nuestros límites regulatorios, como fue el caso de **Hynix**. Al mismo tiempo, decidimos recortar también en **Samsung Electronics**, pues su comportamiento responde a los mismos

factores. También tomamos beneficios en **Kosmos Energy**, tras su explosivo rally hasta la fecha, ante la expectativa de un acuerdo de paz en Irán, que haría que muchos apostaran contra ella, al menos a corto, como proxy del precio del petróleo.

Por el contrario, aprovechamos puntos de entrada favorables, y sobre todo mejoras en la visibilidad operativa, para aumentar nuestra inversión en **Rovi y Elekta**, y también en alguna otra compañía en los **negocios de lujo y de materias primas**.

La rotación de la cartera sigue siendo baja, con la excepción de los momentos de mercado que ofrezcan oportunidades únicas, o de aquellos puntos en los que bloques significativos de la cartera alcancen su punto de destino operativo.

03.

Liquidez

Nuestra liquidez en la actualidad se encuentra en el **4,6%**, como resultado neto de ventas y compras, como explicamos en el punto anterior. Seguimos avanzando en nuestro trabajo con nuevas inversiones, y creemos que algunas llegarán a confirmarse como participadas en el futuro. A riesgo de sonar repetitivos, el entorno sigue siendo uno de los más propicios de nuestra carrera para la inversión ACTIVA, en compañías y proyectos cotizados concretos. Por otro lado, también nos encontramos en las fases finales de algunos de los bloques de la cartera. Así, la renovación del portfolio se va produciendo de manera natural, con el objetivo de mantener el impulso alcista para el fondo Paradigma Value Catalyst, en base a una cartera diversificada con gran visibilidad operativa a 3-5 años.

04.

Errores

En el capítulo de errores, este trimestre no ha habido problemas que reportar. Somos conscientes de que a menudo los errores no dan la cara inmediatamente, y de ahí el intenso y continuo escrutinio de la cartera, para intentar descubrir, y liquidar los problemas, cuanto antes mejor.

Confiamos en que nuestro proceso de inversión nos protege de posibles errores, y también de nosotros mismos y nuestros sesgos. Tras casi 5 años desde nuestro lanzamiento, se va demostrando la consistencia de los resultados, que aunque no sean lineales, y no eviten los vaivenes más violentos del mercado, sí que nos ayudan a mantener el rumbo y aspirar a sólidas rentabilidades a medio y largo plazo.

05.

Reflexiones/Divagaciones

Cada año, el segundo trimestre da paso al periodo estival, que para muchos abre un breve “tiempo muerto” que permite bajar la velocidad de crucero, y tal vez plantearse interrogantes, e intentar profundizar algo más en alguna cuestión, de lo que es posible cuando los días se suceden sin tregua el resto del año. Este año unos pocos temas dominan los titulares internacionales, que es donde enfocamos nuestra inversión. En especial, la IA y su riesgo de burbuja centran muchos debates. A este respecto, aunque de modo más genérico, intentamos ofrecer unas pocas reflexiones, intentando aterrizar parte del debate, sobre i) la **burbuja de cotizaciones, o de resultados**, ii) nuestro

proceso, que nos ayuda a **aguantar con los ganadores**, y iii) la **gestión adecuada del riesgo**, otra **palanca indirecta de rentabilidad**.

Las siguientes reflexiones seguramente se podrían aplicar a cualquier otro periodo histórico. Ciertamente, si no fuera así, carecerían de relevancia.

Burbuja de cotizaciones, o de resultados

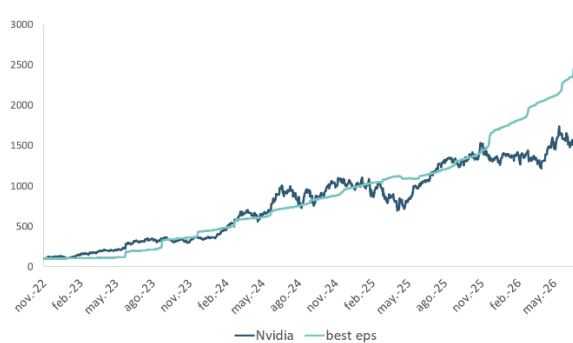
En 2026, e incluso ya desde mediados de 2025, cada vez son más frecuentes los titulares y los informes, sonando la alarma de la burbuja financiera que se dispone a reventar, como tantas otras antes. Muchos sobrevivimos marcados por los traumas de la burbuja inmobiliaria, que reventó en la Gran Crisis Financiera de Lehman Brothers, o la burbuja de las Punto Com, y tal vez quede alguno en activo que viviera la burbuja de Japón. Además en paralelo, se vivieron la crisis del Tequila en México, la de Asia y la de Rusia, o el frenazo del superciclo en China, tras el parón de su sector inmobiliario, que aún continúa. Hoy son frecuentes las comparaciones, que señalan similitudes actuales con periodos históricos de euforia.

Sin embargo, que la cotización de una, o de unas pocas compañías suba, no es en sí mismo una prueba de burbuja, por extrema que sea su rentabilidad acumulada. Ni tampoco lo son la concentración de algún mercado o algún índice, ni el peso de algunas compañías sobre el PIB de un país, ni el posicionamiento de inversores profesionales, ni muchos otros indicadores. Todas esas son pruebas indirectas, anécdotas genéricas, atajos, que buscan paralelismos históricos, que pueden suscitar la duda, pero que en realidad **se quedan cortos en su argumentación. Las burbujas realmente tienen que ver con la euforia generalizada, que olvida la sólida y fiable referencia de los beneficios**, y busca su estrella polar en alguna visión o ilusión, que hará que “todo sea diferente esta vez”.

Lo que estamos viviendo hoy, en nuestra opinión, aún no cumple con esto. Gran parte de las compañías en el mercado siguen de cerca la trayectoria de sus beneficios (ver el Russell 2000, de las compañías americanas medianas). Y respecto a las “más calientes”, incluso ahí hay grandes divergencias, con algunas de las más populares retrasándose de modo llamativo respecto a sus beneficios, lo que las ha abaratado en los últimos trimestres (ver Nvidia por ejemplo).



Fuente: Bloomberg, Paradigma Value Catalyst



Hay consideraciones relevantes que vale la pena señalar, y **todas nos llevan de vuelta a los beneficios**.

Por ejemplo, si unas pocas compañías “inventan” un nuevo negocio, que ofrecen no sólo a sus compatriotas, sino a todo el ancho mundo, y con el que son capaces de generar más y más beneficios, sería legítimo que su cotización subiera en la misma medida. En tal situación, podrían ver su tamaño aumentar, y superar los límites naturales de otras compañías más locales, que por lógica no deben superar su PIB nacional, ni ciertos límites de concentración respecto a sus compatriotas cotizadas. Este es el caso hoy para algunas tecnológicas globales, pero también lo fué en el pasado para “farmas” en Suiza o Dinamarca o algunas productoras de materias primas en distintos mercados emergentes. Hablamos de negocios que atienden la demanda global, y que por tanto exceden los límites nacionales.

Por el lado de las valoraciones, que aún no son ni de cerca tan excesivas como en periodos de burbuja históricos, cuando la importancia relativa de empresas de este calibre aumenta, su peso sesga la composición de sus mercados

nacionales, por definición. Así, tiene sentido que el ratio medio de valoración aumente, si en el índice dominan cada vez más, compañías con mejores negocios que la media, mejores balances y mejores equipos gestores. Es curioso que hasta hace poco, la reputación y la calidad de empresas como Alphabet (Google), Amazon, Microsoft etc. era incuestionable, y muchos defendían cualquiera de sus estrategias sin el menor atisbo de preocupación. Sin embargo, Alphabet, que acaba de ampliar capital por primera vez desde 2006 (y donde Berkshire Hathaway, la compañía de Warren Buffet ha invertido c. \$35bn), o Microsoft, que llevaba años ejecutando recompras de acciones de \$20bn, para ahora pedir prestado, son ahora criticadas como irresponsables, y hasta temerarias. Al margen de que sus nuevos modelos de negocio sean menos monopolísticos, y más intensivos en capital, y por lo tanto merezcan ratios de valoración menores, compañías y ejecutivos de ese calibre aún merecen el beneficio de la duda – es más que probable que sepan lo que están haciendo. Sus decisiones operativas y de inversión se deben a buen seguro a expectativas de beneficios favorables, o al menos a motivos defensivos. En ambos casos protegerían sus resultados futuros, y no deberían ser condenadas por ello.

Así pues, en la situación actual, **para que podamos hablar de burbuja, lo crucial sería poder aplicar tal término a los beneficios – que fueran excesivos, y no sostenibles.** En nuestra opinión, por la visibilidad que tenemos sobre muchas empresas y sus planes, desde las grandes mega-caps a tantas otras que empiezan a salir de sus ciclos bajistas, por ahora no estamos en una burbuja, ni en una situación de euforia generalizada. Aunque haya excesos, como siempre los hay, **el escepticismo y la preocupación de tantos en el mercado**, a pesar del soporte de los beneficios crecientes, **es justo lo contrario.**

Aguantar los ganadores

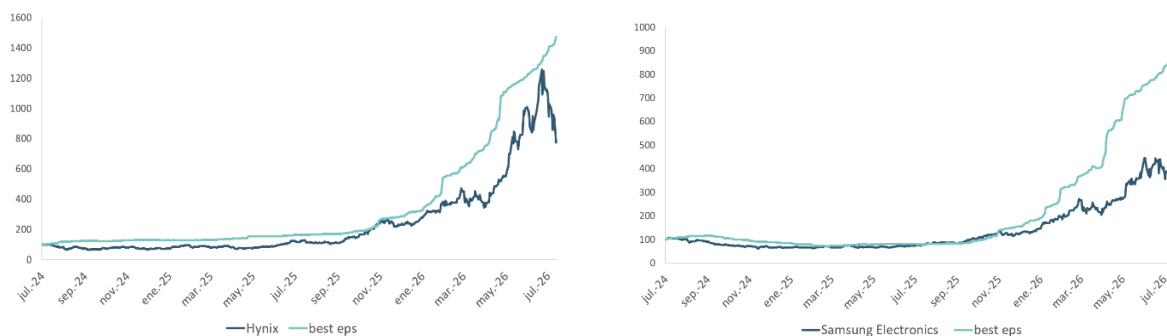
En inversión, hay dos grandes errores, las dos caras de una misma moneda: **mantener la inversión en los errores (perdedores), y vender los ganadores.** Son el resultado de multitud de sesgos de comportamiento – al fin y al cabo, somos humanos. Para cada inversor, su proceso de inversión será exitoso si es capaz de salvarle de sí mismo, mitigando éstas y otras debilidades. De las tres decisiones clave en cualquier inversión, i) qué comprar, ii) cuándo mantener, y iii) cuándo vender, en nuestra opinión la segunda es seguramente la menos intuitiva, y la más vulnerable a la presión ambiental y psicológica.

Vender los ganadores **pronto es muy doloroso** en términos de rentabilidad a largo plazo. Realmente, **no es fácil dar con inversiones excepcionales; y cuando se encuentren, lo ideal es dejar que el interés compuesto haga su trabajo**, mientras nosotros, con el análisis y la inversión ya hechas, nos sentamos a esperar y cosechar. Precisamente, “el aguantar con sus ganadores a la máxima potencia”, desde su fundación hasta nuestros días, es algo en lo que coinciden Jeff Bezos (Amazon), Bill Gates (Microsoft), Elon Musk (SpaceX, Tesla), Amancio Ortega (Inditex), Bernard Arnault (LVMH) y tantos otros grandes empresarios.

En nuestro caso, **damos máxima importancia a este punto del proceso de inversión (como a la otra cara de la misma moneda, vender los errores/perdedores)**, que nos ayuda y nos mantiene con los pies en la tierra. Como ya explicamos en un punto anterior, no vendemos porque algo suba mucho, como tampoco compramos más porque caiga. El precio es importante, pero no es lo único. Los beneficios presentes y futuros son la clave. Si una participada ha subido mucho, pero sus beneficios también, seguramente su valoración siga siendo atractiva. Nuestro esfuerzo se dirige sobre todo a entender si esa subida de beneficios es real, o si hay truco; y a descifrar si tales beneficios son sostenibles o si se trata simplemente de una aberración temporal. Cada día, la pregunta debe ser: ¿invertiríamos en cada compañía de la cartera, en base a sus catalizadores concretos y su valoración? Si nuestra conclusión es afirmativa, será porque los beneficios, la valoración aún atractiva, y una sólida generación de caja y dividendo, siguen empujando a favor.

El precio a pagar por aguantar un ganador puede ser un **nivel extra de volatilidad** – por destacar, **se vuelven más visibles, y están expuestos al ruido** de los titulares y el impacto de los flujos de inversión globales. Por el contrario, la ejecución, mucho más avanzada, y nuestro conocimiento cada vez mejor del negocio y del equipo gestor, seguramente atenúen mucho los riesgos operativos a asumir. En cualquier caso, los ganadores, cuando son reconocidos, son portadores de potentes rentabilidades ajustadas por tiempo – por fin el mercado, que es eficiente, pero en ocasiones también es lento, reconoce su valía. A partir de ese momento, un +50% por ejemplo, logrado en pocos trimestres, equilibra la balanza del primer +50%, que pudo tardar años. La rentabilidad final ajustada por tiempo es el fruto de ambas, y renunciar a la segunda fase, penalizaría la rentabilidad final de la cartera de manera significativa.

Nuestra inversión en fabricantes de memoria, a través de Hynix y Samsung Electronics encaja perfectamente con esta descripción. Desde nuestra compra en Hynix en 2024, a la contra de aquella corrección veraniega, hemos **multiplicado** nuestra inversión **por más de 10 veces**. Pero sus beneficios han seguido exactamente el mismo patrón, y han subido tanto o más, por lo que Hynix está incluso más barata que entonces. Tales beneficios no son ficticios, pues vienen acompañados de una fuerte generación de caja – la prueba del algodón. Los dividendos que nos paguen serán parte importante de nuestro retorno total: pagando el 50% de su generación de caja de 2026, como su política indica, el dividendo de Hynix será un c. 60% de nuestra inversión original de 2024. A partir de aquí, la pregunta más importante, cada mañana, debe ser si tales beneficios son sostenibles, o incluso mejorables. Si la respuesta es afirmativa, entonces, y en base a la valoración actual, se puede/debe mantener la inversión.



Fuente: Bloomberg, Paradigma Value Catalyst

Este proceso intelectual es la única manera de soportar el ruido y la tentación de operar, o rotar, o tomar beneficios...o cualquier otro nombre técnico que queramos darle. Sólo así conseguiremos aspirar al interés compuesto que llega, aguantando los ganadores.

Gestión del riesgo: maña, en vez de fuerza

La gestión del riesgo a menudo se entiende como la suma de diversas técnicas que buscan evitar errores de inversión, o que al menos éstos sean pequeños. Tal objetivo es totalmente deseable, pero llevado al extremo, **puede condenar una cartera al limbo de la mediocridad**, renunciando a lograr rentabilidades satisfactorias a medio y largo plazo.

Nuestro enfoque, aunque no sea opuesto, **pone el foco en otro sitio, en la rentabilidad objetivo**. Y con ello, **consideramos la gestión del riesgo como una fuente de rentabilidad indirecta**: preservando el capital de la mejor manera posible, aspiramos a que la rentabilidad compuesta, un mecanismo tan potente, haga su trabajo. Lo anterior nos lleva a i) intentar evitar errores de inversión, y a ii) diversificar suficientemente la cartera, como muchos otros fondos. Sin embargo, para nosotros **también es clave iii) evitar errores** cuya consecuencia sea **perder el tiempo**, aunque no se pierda capital, y iv) **mantener una concentración suficiente**, limitando la diversificación, para que la recompensa por los aciertos tenga el máximo impacto. Como decía Stan Druckenmiller, “intentamos poner los huevos en la misma cesta, y no le quitamos ojo a la cesta”. Peter Lynch pensaba parecido, y criticaba la “di-worsification”, como muchas otras leyendas de la inversión.

Cuando una participada ha progresado, y el mercado la empieza a descubrir, su rentabilidad objetivo se habrá ido cumpliendo, y por lo tanto quedará menos potencial. Al mismo tiempo, el riesgo de ejecución puede ser mucho menor, por lo que aún tendría sentido mantener un peso material en la inversión, mientras vigilamos atentamente la cesta repleta de huevos. No es absurdo aspirar a +33% tres veces, esperando menos tiempo y asumiendo menos riesgo operativo, como alternativa a un +100% en pos de una nueva inversión. **Se puede contraponer la maña, a la fuerza bruta.**

Así pues, y enlazando con el punto anterior, para aspirar a la potencia del interés compuesto, aprovechando el impulso de algunos ganadores de vez en cuando, es crucial i) aguantarlos, si su caso se sigue cumpliendo, incluso cuando el mercado los empieza a descubrir y nos castiga con volatilidad, fruto de su creciente popularidad, y no por cambios fundamentales adversos, y ii) mantener un peso material, pero al mismo tiempo, soportable, para que la tensión psicológica no pese más que el proceso.

El proceso de inversión no asegura el éxito en cada inversión, sino el éxito de la cartera a través de los ciclos, a medio y largo plazo. Cumpliendo el proceso, la cartera puede seguir su curso hacia su rentabilidad objetivo, y el equipo inversor mantiene la cabeza fría y ordenada, como una maquinaria afinada y engrasada, cumpliendo una tarea bien definida.

Con estas reflexiones 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.