



Paradigma Value Catalyst

Carta Trimestral

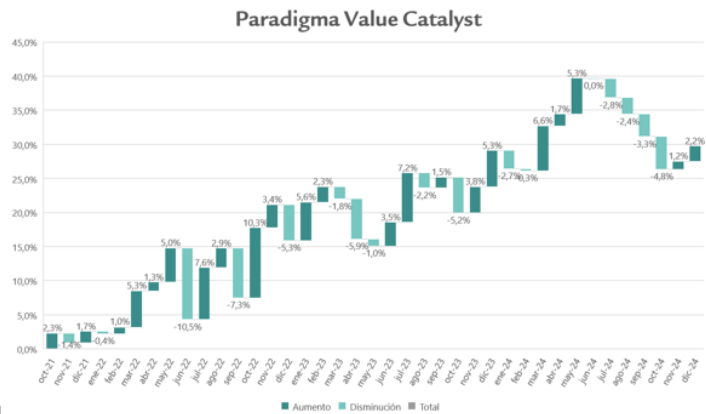
4T 2024

Estimados partícipes,

El último trimestre de 2024 cierra un año complejo en muchos aspectos. La rentabilidad acumulada de nuestro fondo, **Paradigma Value Catalyst (clase A), en los últimos tres meses ha sido del -1,5% neto de costes**, y nos deja en un **+29,5% acumulado desde el lanzamiento**, y un 2024 que sólo ha servido para sembrar, y donde no hemos sido capaces de cosechar nada. Sin embargo, bajo la superficie, las dinámicas de nuestras participadas y sus proyectos han logrado progresos muy significativos a lo largo del año. El 2025 comienza con signos muy propicios que nos llevan a esperar una cosecha doble, pues sumará a la suya lo que quedó retenido en el 2024.

Rentabilidades mensuales				
	2021	2022	2023	2024
Enero		-0,4%	5,6%	-2,7%
Febrero		1,0%	2,3%	-0,3%
Marzo		5,3%	-1,8%	6,6%
Abril		1,3%	-5,9%	1,7%
Mayo		5,0%	-1,0%	5,3%
Junio		-10,5%	3,5%	0,0%
Julio		7,6%	7,2%	-2,8%
Agosto		2,9%	-2,2%	-2,4%
Septiembre		-7,3%	1,5%	-3,3%
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%

* RA: rentabilidad anual



Fuente: Paradigma Value Catalyst

Tras tanto ruido durante todo el año, el último trimestre fue más moderado y se apuntó un +2,1% para el SP500, un -0.4% para el MSCI World, un -0,4% para la renta fija High Yield, o un +5,5% para el grado inversión, mientras que el bono soberano estadounidense, la referencia “libre de riesgo”, se dejó un -4%.

Con todo y con eso, se cierra un año extraordinario por la **divergencia entre muchas clases de activos** (+17% MSCI World, +23% renta variable China (HSCEI), +9% para High Yield, +123% de Bitcoin, +200% del cacao, +69% del café...vs +6% EuroStoxx 600, +4% cobre, -3,5% Brent).

Gran parte de la incertidumbre del 2024 ya se ha resuelto, y **lo que queda no parece tan binario** ni tan consecuente: ya tenemos solución a las elecciones en EE.UU. (Trump) y en otros 73 países (el mayor año electoral de la historia); hemos visto el pico de tipos de interés y vamos camino de su normalización; lo mismo podemos decir de la inflación; el gobierno chino ha aceptado arrimar el hombro para ayudar a digerir la resaca de su crisis inmobiliaria; parece que los conflictos bélicos de mayor impacto a nivel global no empeoran, y tal vez se solucionen en próximos trimestres; y finalmente, cada vez más compañías dan muestras de haber superado los excesos de Covid – el paso final era la digestión de inventarios.

En nuestra opinión, cada vez quedan menos distracciones y menos excusas, para que el mercado no se rija por los resultados de sus compañías, sus proyectos y sus productos, recompensando el buen hacer de algunos, y sacando tarjeta roja a los que vayan perdiendo contra sus competidores. El caldo de cultivo para sembrar y cosechar buenos resultados a través de un puñado de buenas compañías es inmejorable. Y no sólo por las buenas perspectivas de sus proyectos, sino porque increíblemente, los últimos años han visto cómo una parte cada vez mayor del mercado se refugiaba en unas pocas compañías y mercados y despreciaba casi todo lo demás, ya sea por responder a mandatos de inversión pasiva (o sea, replicar el índice), o por la presión profesional de no quedar rezagado frente al brillo de las apuestas más populares.

Desde nuestro fondo, donde **estrenamos la valoración de 4 estrellas Morningstar, esperamos con gran anticipación que avance el 2025**, con sus recompensas al esfuerzo y la paciencia tras los últimos años de siembra.

01.

Inversiones y rentabilidad

En el trimestre final del 2024, **Paradigma Value Catalyst alcanzó una rentabilidad de -1,5%**, neta de gastos. Nuestras inversiones relacionadas con **infraestructura de gas natural licuado (GNL), ingeniería y farma** fueron nuestras principales fuentes de rentabilidad positiva durante el último trimestre. Por otro lado, los peores bloques de nuestra cartera han sido los de **petróleo y gas, negocio industrial, y tecnología**, que vieron alargarse aún unos meses su atípica correlación positiva. A pesar de todo, en este trimestre la composición equilibrada de nuestra cartera de nuevo ayuda a mitigar los sobresaltos del mercado, que ha sufrido fuertes vaivenes al son de los titulares. Como hemos dicho en alguna otra ocasión, los finales de etapa, que dan paso a ciclos renovados, a menudo se manifiestan en movimientos bruscos y desordenados, y el año que dejamos atrás ha padecido una generosa ración de sobresaltos por estos motivos.

A nivel de compañías, **Golar** vuelve a ser la gran ganadora en el trimestre, junto con **Taiwan Semiconductors (TSMC)** y **Maire Tecnimont**. Por el contrario, **Kosmos Energy, Soitec y Tokai Carbon Korea** se asoman desde el banquillo de las acusadas.

Golar ha contribuido fuertemente a nuestros retornos este año, con un **+24% en el trimestre, y un +96,8% para el año completo**, similar al 2022 (+95,5%). Y sin embargo en 2023 Golar parecía dormida (-2,3%). Golar es un buen botón de muestra de cómo funciona el mercado respecto a nuestras participadas, que están muy lejos de ofrecer retornos lineales. Ésta es la razón por la que el horizonte temporal ideal del Value Catalyst se mantiene en 3-5 años, y por la que buscamos diversificación en alrededor de 30x compañías (cuando no contribuyen unas, lo hacen otras), para aspirar a un perfil de rentabilidad y riesgo más predecible.

Golar sigue **progresando hacia la realización de su visión, que no ha cambiado desde hace casi ya 10 años**: ayudar a producir gas natural de manera barata en yacimientos remotos o de tamaño insuficiente para otros operadores, ayudando con ello a países más pobres que así pueden monetizar sus reservas, y ofreciendo un recurso que es valioso como energía de transición frente a otras mucho más contaminantes. El camino recorrido, cuando miramos atrás, verdaderamente es largo, y no fue nada fácil: su negocio actual, ya firmemente establecido, es el que soñó su fundador, Tor Olav Troim hace casi una década. Y para llegar aquí, Golar se desprendió de su actividad original, e inventó, construyó y contrató su primera unidad de FLNG (licuefacción flotante), todo ello con gran riesgo de ciclo, y en algunos momentos también de balance. **Por el camino invertimos nosotros**, cuando los astros se iban alineando y se reducían los riesgos, incluido a nivel de equipo directivo...y cuando además las valoraciones sólo reflejaban los peligros. A día de hoy, Golar continúa la operación intachable de su primera unidad FLNG (Hilli, la más eficiente del mundo desde su lanzamiento en 2018), está iniciando la operación de la segunda (Gimi, enero de 2025), y se encuentra en discusiones para su tercer proyecto, en Argentina – Vaca Muerta a partir del 2027, en un gran contrato de 20 años de duración, que además les va abriendo las puertas a una segunda e incluso una tercera unidad FLNG. Además, Argentina es sólo una de sus opciones disponibles – también hay varios proyectos en Africa Occidental que trabajan a marchas forzadas para llegar a un acuerdo y poder producir gas natural con lo que ha demostrado ser la instalación más rápida y barata a nivel global. **Golar tiene planes para multiplicar su ebitda por 3-5x desde los niveles actuales, un ebitda que una vez firmado, está garantizado al margen de volúmenes y precios**. Por todo lo anterior se entiende que Golar siga entre nuestras principales posiciones aunque **ya hayamos multiplicado nuestra inversión por más de 3x. Lo que viene ahora debería ser mucho menos difícil** que lo que ya han logrado.

Taiwan Semiconductor (TSMC) ha logrado un **+16,8% en el trimestre, y +103% en el año** - cada vez sale más reforzada de los ciclos tecnológicos. Históricamente, multitud de compañías se esforzaban en fabricar sus propios chips. Con el paso de los ciclos, casi todas fueron sucumbiendo a las exigencias tecnológicas y de capital y buscaron subcontratar. Hoy, TSMC es **EL ÚNICO** productor de chips de computación para Nvidia, Broadcom, Marvell...y para todos los demás que se pelean por la tarta de la inteligencia artificial (IA). Además, TSMC también domina la fabricación de chips para móviles, PCs, industriales, automoción, etc. Algunos otros intentaron copiar su modelo...Global Foundries fué el último en tirar la toalla en los productos más avanzados desde el 2018. Sólo Samsung Electronics permanece en la carrera. En China también se esfuerza SMIC, aunque sin las herramientas adecuadas por motivos geopolíticos. Y en Japón acaba de nacer Rapidus, por esos mismos motivos – pero van a necesitar mucha suerte. Mientras tanto,

en 2024 la junta directiva de Intel también se rindió respecto a los planes estratégicos de su CEO, Pat Gelsinger (cesado tras sólo 3 años) que aspiraba a competir en “foundry” con Taiwan Semiconductor. Para TSMC, sin embargo, todo son buenas noticias – su posición es cada vez más dominante, y el 2025 se presenta muy propicio, sumando la recuperación cíclica de smartphones, PCs, consumo...a la fuerte demanda de computación para IA. A pesar de su gran comportamiento TSMC sigue presente en nuestra cartera – su valoración aún ofrece un gran potencial: a 6+% FCF yield normalizado, generando ROCEs de más del 40%, que les permiten re-invertir en su negocio (que dominan como un monopolio), y cuyas **perspectivas** de crecimiento de 20+% son realistas a nivel estructural, así como para el 2025 **en base a 3-4 palancas operativas muy concretas.**

Finalmente, **Maire Tecnimont** también cumplió con creces este año con su **+11,3% en el trimestre que les pone en +68% para el año.** El movimiento es totalmente lógico – su negocio va muy bien y va cumpliendo sus catalizadores con creces.

El equipo de Maire fue muy amable por visitarnos en nuestra oficina en Madrid, en Octubre, y repasamos diversas iniciativas. Entre ellas, su firme intención de ayudar al mercado a cristalizar el valor intrínseco de la compañía. **Fieles a su palabra**, finalmente en Noviembre, Fabrizio di Amato, su fundador, vendió un 5% de la participación que le queda en la división de tecnología de Maire (Nextchem), a un socio industrial, por EUR62,5MM. Con ello, **un tercero independiente manda una fuerte señal al mercado**, a una valoración que sitúa el 82% restante en manos de Maire en más de EUR1bn. Comparado con la capitalización actual, ello implica que el resto de la compañía debe valer EUR1.9bn, es decir, poco más de 6x ev/ebitda.

Tal valoración sigue llamando nuestra atención. En su día del inversor, en mayo de este año, **Maire subió prácticamente todos sus objetivos** (ventas, márgenes...) acelerando algunos casi 5 años, e incrementando los beneficios futuros, sin cambiar sus niveles de inversión necesarios. Su ebitda tiene mucho recorrido aún, desde cerca de EUR370MM en 2024 (+35% comparado con 2023), hasta EUR600MM en 2028, y EUR1.000 en 2032. Los plazos son muy largos, y de todo puede pasar, pero Maire es mucho más que una simple ingeniería; es la dueña de la tecnología, que le asegura su brillante futuro en el negocio de la química industrial a partir del Carbono (combustible), el Hidrógeno (energía) y el Nitrógeno (fertilizante), así como en el reciclaje de todos ellos. La mayoría de su negocio proviene de planes estratégicos de países que quieren afianzar la generación de valor añadido dentro de sus fronteras, y se comprometen a largo plazo, al margen del ruido trimestral que afecta a otros operadores. Maire tiene caja neta en su balance, y si sumamos al crecimiento de beneficios del 10-15%, tan visible (contratos ya en curso, de ejecución multianual), el dividendo, y el atractivo punto de valoración de partida, la rentabilidad a la que aspiramos justifica ampliamente su puesto en nuestro fondo.

En la parte baja de la tabla, **Kosmos** destaca por lo extremo de la ineficiencia, o tal vez sólo sea pereza temporal, del mercado. El 2024 ha sido un año paradójico para ellos: su cotización **ha caído un -8% en el trimestre, y un -45% en el año, a pesar de haber cumplido su ambicioso plan operativo**, con el que finaliza su intenso programa de inversiones de los últimos años. Kosmos cierra el año **alcanzando el objetivo de aumentar su volumen un +50%**. En 2024 completó sus proyectos en Gana (Jubilee South East) y el Golfo de México (Winterfell, Odd Job, Kodiak). Además, ya se ha puesto en marcha Tortue, en Mauritania/Senegal, su gran proyecto de gas con BP, que inicia el desarrollo de uno de los principales descubrimientos de gas de las últimas décadas en Africa Occidental, y que será crítico para Europa por su emplazamiento. El otro gran hito recientemente alcanzado es el **punto de inflexión en la generación de caja** – Kosmos ahora pasa a cosechar los frutos de su inversión, y reduce sus niveles de capex, y por ello esperan una **generación de caja de \$100-150MM trimestrales, es decir, 23-35% FCF anuales.**

El mercado no siempre es tan lento, pero en este caso, parte del problema ha sido el “cuando lo vea me lo creo”. Hasta que generen la caja que han indicado, por ser una compañía de tamaño pequeño/mediano (\$1.7bn de capitalización a día de hoy), Kosmos se ha visto vapuleada en un ruidoso año para el petróleo. Kosmos permanece olvidada por la creciente mayoría de inversores que prefieren subirse al carro de lo que tienen todos los demás, para no distanciarse de los índices bursátiles en el día a día. A finales de diciembre fuimos de nuevo testigos del impacto del ruido cuando no son tantos los que siguen Kosmos de cerca – el mercado castigó con dureza su cotización durante algunos días. Por la regulación respecto a información relevante, Kosmos tuvo que emitir un comunicado para explicar rumores que circulaban: la compañía estaba en conversaciones con Tullow Oil, su socio en algunos campos. Tullow Oil, no disfruta de un balance fuerte, y muchos temieron que una posible fusión pondría en peligro a Kosmos. Hubo

quien nos llamó para preguntarnos, pues es sabido que somos accionistas. Nosotros no teníamos más información que nadie. Pero **conocemos muy bien al equipo gestor, sus prioridades, su estilo...y su impresionante (pero prudente y oportunista) trayectoria de adquisiciones**, lo cual nos daba i) muchas dudas de que fueran a apretar el gatillo en los términos que algunos temían y ii) **mucho tranquilidad** porque tendrían buenas razones para lo que decidieran, como siempre en el pasado. Finalmente, cuando todo se aclaró a los pocos días, y la compañía pudo comentar abiertamente con nosotros, se confirmó todo lo anterior. Frente a los que huyeron presa del pánico, por no conocer la compañía de cerca, y sin querer/poder asumir que el mercado hoy es menos eficiente que hace años, nosotros **en ese momento pudimos incrementar nuestra inversión** – no hacemos timing, pero aprovechamos las oportunidades que se nos brindan, una de nuestras ventajas por invertir tan de cerca en unas pocas compañías. En los próximos trimestres la generación de caja y los beneficios fluirán con fuerza en Kosmos, y con ellos esperamos que finalmente despegue su cotización. Aunque acumulamos más del +100% desde nuestra inversión original, creemos que lo mejor está por venir.

Soitec ha sido una gran sorpresa negativa para nosotros, con su **-2,7% en el último trimestre, y -46% en el año** (casi todo en el primer trimestre). En este caso, el mercado se ha desviado de su funcionamiento normal. El mercado esperaba algo de crecimiento, y se vió sorprendido en Marzo por las guías de la compañía – este sería un año de transición. Además, el ruido negativo que afectaba a muchas otras compañías de semiconductores por culpa del sector de automoción/industrial (STMicro, Infineon...) tampoco ha ayudado. Pero en el caso de Soitec, **mantener las ventas y los beneficios anuales, sin caídas, sin que cambien visión estratégica más allá de un ligero retraso, no justifica semejante comportamiento**. La compañía no sólo ha cumplido todo lo que prometió para este año, sino que además ha ido desgranando diversos avances clave que blindan aún más su visión de los próximos 3-4 años (+100% de ventas, +140% ebitda, en base a sus nuevos productos y plantas). Precisamente ésta es la razón por la que quisimos mantener intacta la posición en Soitec a pesar del posible ciclo adverso. Varios de **sus productos van logrando convertirse en el “estándar”** de sus respectivas industrias: del mismo modo que RF-SOI (75+% cuota global para Soitec) es el estándar “de facto” para chips de radio frecuencia (RF) en móviles 5G, y su producto de filtros para 5G avanza en la misma dirección. Más recientemente, se empieza a vislumbrar que su solución de material óptico (100% cuota global para Soitec) es la más adecuada para muchas aplicaciones en centros de datos/IA – así lo van diciendo sus clientes (Broadcom, Nvidia, TSMC...). De este modo, Soitec es hoy una compañía mucho más diversificada que hace 4 años por ejemplo, que puede lograr sus ambiciosos objetivos de negocio de múltiples maneras. Atrás quedan el cambio de CEO, y la digestión de inventarios que les costó “ganar sólo” un margen ebitda de 34% el año pasado. Trimestre a trimestre **YA hemos visto el esperado cambio de tendencia**, y en cada conversación con la compañía (Mobile World Congress en febrero, visita en nuestras oficinas en octubre, conferencia de Tech en noviembre, despedida del año en diciembre...) el mensaje no puede ser más consistente. En conclusión, esperamos que Soitec sea una fuente de retornos importante para nuestro fondo en 2025.

Finalmente, **Tokai Carbon Korea** volvió a sufrir en el último trimestre, con un **-26,5%**. TCK ha sido arrastrada en gran parte por el sentimiento negativo imperante en el mercado respecto a los productores de memoria – uno de los bloques de nuestro fondo donde **nos posicionamos claramente a la contra**. De nuevo para TCK, el progreso operativo en el año es real – atrás queda el peor punto de su ciclo de negocio, en el 2023 – otra compañía afectada por la digestión de inventarios. Sin embargo en 2024 la **tendencia en su negocio es positiva, con un rebote de más de un +20% comparado con el 2023**. El rebote tiene mucho que ver con el empuje imparable de los fabricantes de memoria NAND FLASH para fabricar un producto cada vez más avanzado. Además, TCK va poco a poco acorralando a los que se saltan la protección de sus patentes – ganó su último caso en el cuarto trimestre, y se esperan más buenas noticias en 2025. El rebote cíclico aún está por llegar, pero TCK nos ofrece toda esa opcionalidad, desde uno de los puntos de valoración más atractivos de su historia, y mientras nos paga un modesto dividendo.

Cada vez vemos **más señales de que la selección de compañías vuelve a funcionar, más allá de las mega-caps y aquellas favorecidas recientemente por la inversión pasiva**. Los signos del cambio de ciclo están por todas partes, aunque en el punto de inflexión, el testigo no se pase sin interrupción, de las antiguas a las nuevas ganadoras. Como reconocemos a menudo, **“el timing” sigue sin ser nuestro punto fuerte. Por eso mantenemos nuestro foco en el “time-in”, o en permanecer invertidos**. Confiamos en que el equilibrio en nuestro fondo nos ayude a capear los temporales que se presenten, como ha sido el caso en nuestra historia.

A cierre del año 2024, y en base a los números del consenso, **nuestra cartera cotiza a 11.4x PER del 2025 ó 6.1x ev/ebitda, que compara muy favorablemente con el mercado: SP500 a 22x PER y 14.6x ev/ebitda o MSCI World a 21.4x y 14x respectivamente**, en ambos casos con niveles de deuda más altos que los nuestros, y peores perspectivas de beneficios y dividendos. Con el nuevo ciclo que ya está comenzando, sumado a todos nuestros catalizadores, las perspectivas de nuestra cartera nos parecen especialmente concretas y atractivas.

02.

Entrada y salida de inversiones

La rotación de nuestro fondo sigue siendo bastante baja, aunque en los últimos meses de volatilidad más elevada hemos podido aprovechar algunas oportunidades.

Sin llegar a los niveles del trimestre anterior, en el último del 2024 aprovechamos algunos movimientos extremos, e **incrementamos la posición en Kosmos** a niveles extraordinarios como ya adelantábamos. De igual manera, aumentamos el peso en **Maire Tecnimont** (donde habíamos tomado algo de beneficios el trimestre anterior), tras una reacción bastante brusca, y tras nuestro repaso con la compañía. En **OCI también re-invertimos**, tras haber recibido más de la mitad de nuestra posición como pago de dividendo extraordinario, lo cual ha visto subir el potencial en la compañía hasta el +60% (y la mayoría del valor de la compañía a día de hoy es liquidez), y donde en breve recibiremos otro dividendo extraordinario. Finalmente, **International Seaways** se benefició de nuestra visión más favorable respecto a los tanqueros de crudo, menos vulnerables a la resolución de los conflictos de Ucrania y el Mar Rojo que otros segmentos de transporte marítimo.

Otras posiciones ayudaron a financiar dichos incrementos, como **Golar**, donde tomamos algo de beneficios tras un espectacular 2024, **Hafnia**, que redirijimos hacia International Seaways, y **Total Energies**, que nos ayudó con la inversión incremental en **Kosmos**.

También **iniciamos una posición en Rovi**, a quien seguimos desde hace años. El mercado está enfocado en el rabioso corto plazo de sus guías para el 2025, que será un año de transición, incluyendo la reducción temporal del negocio con Moderna. Pero nosotros creemos que este año Rovi podrá anunciar contratos importantes en los que lleva trabajando mucho tiempo, y que ayudarán a cristalizar el valor intrínseco de lo que será el principal operador de llenado de jeringuillas estériles a nivel global en los próximos 2-3 años, justo cuando la capacidad necesaria a nivel global se verá más restringida. El empujón final para invertir vino de la reciente corrección sufrida por su cotización, que ayuda a poner en precio escenarios cada vez más conservadores, y también de las conversaciones mantenidas con otros inversores con los que compartimos impresiones. Con Rovi habrá que tener algo de paciencia, pero el historial de la compañía y de la familia López-Belmonte nos dan mucha confianza en el elevado potencial, y el riesgo limitado.

Finalmente, también **iniciamos una posición en Bluenord**, que el 10 de noviembre alcanzó el 100% de disponibilidad técnica en su renovación del campo Tyra II (petróleo y gas). Tal proyecto, en el que han completado su inversión de más de 5 años, les permitirá doblar su producción de petróleo/gas, y con ello, más que doblar sus beneficios y generación de caja. Bluenord tiene un plan estratégico enfocado al pago de fuertes dividendos en los próximos trimestres (+70% en total), un sencillo y potente catalizador que además ayudará a poner de nuevo en el mapa a la compañía, que cotiza a niveles realmente atractivos.

03.

Liquidez

En el último trimestre **la liquidez se redujo ligeramente respecto al trimestre anterior, y se mantiene en el 2,8%**. El perfil de la cartera se mantiene estable, y el ligero rebalanceo entre posiciones ha variado poco las exposiciones sectoriales y otros factores de riesgo.

04.

Errores

En el último trimestre del año no se produjeron errores, ni salieron a la luz equivocaciones del pasado.

Como resumen anual, la rentabilidad lograda no ha sido satisfactoria ni mucho menos para nosotros. A pesar del éxito logrado con algunas de nuestras principales participadas, y del dividendo acumulado (más del 5% en total en 2024, más del doble que el mercado), en pasados trimestres tuvimos algún error que aunque de peso moderado, nos lastró ligeramente. Dicho lo anterior, el principal contratiempo este año ha sido el ligero retraso de algunas compañías en la consecución de sus objetivos, incluyendo varias que han sufrido más de lo esperado por la digestión de inventarios tras Covid. Los imprevistos son parte del día a día de los negocios, pues siempre surge algo que complica los planes. Para el que haya vivido una obra en su casa, es curioso el parecido... ¡nunca se aceleran ni se abaratan!

En cuanto a los ciclos y la digestión de inventarios, reconocemos que el principal desafío radica en evaluar hasta qué punto el mercado puede reaccionar negativamente frente a un bache temporal, frente a la creación de valor que no cesa, en base a los proyectos y perspectivas estructurales. Seguimos trabajando para mejorar en este aspecto, aunque somos conscientes de que no siempre será posible evitar completamente estos altibajos.

De cara al futuro, el impulso del interés compuesto depende en gran medida de esto, de proteger el capital invertido lo mejor posible. Nuestro **objetivo sigue siendo minimizar el número de errores, así como su impacto en nuestra cartera**. El seguimiento cercano de cada participada, lo cual incluye su contexto de sector, geográfico, etc, nos da la **confianza para permanecer invertidos - el “time-in” seguirá siendo mucho más potente que el “timing”**, a largo plazo.

05.

Reflexiones/Divagaciones

De cara al 2025, y al próximo ciclo, parece que el foco global se centra en las políticas y decisiones que adoptará el recién inaugurado presidente Donald Trump. Tales políticas van ser clave – EE.UU., la primera economía del mundo, es también una gran referencia a nivel cultural y de valores, a través de su potente industria tecnológica y de entretenimiento. Y en los mercados el peso de EE.UU. es aún más dominante/desproporcionado.

Sobre todo ello se escribirán ríos de tinta. Sin embargo, nuestro interés “contrario” suele gravitar hacia lo que aparentemente queda bajo el radar, o aquello donde el consenso es extremo pero donde incluso una pequeña sorpresa puede impactar de manera material: i) políticas pragmáticas, ii) “blue-chips” en problemas: expectativas vs sentimiento, iii) inversión temática o no.

Políticas pragmáticas: micro, la nueva macro ...

Llevamos algún tiempo percibiendo un cambio, un nuevo ciclo, que resurge de las cenizas del anterior. Aunque a primera vista el mercado avanza con fuerza, la realidad a pie de calle, y para muchas empresas (pequeñas, medianas, y a menudo también grandes) es muy distinta. El nuevo ciclo que comienza, disfruta desde ya i) de tipos de interés que tocaron máximos en 2023 y que ahora revierten hacia niveles más neutrales, y ii) de niveles de inventarios normalizados para multitud de industrias, tras la resaca de Covid. Pero además, también iii) vemos políticas y regulaciones que poco a poco abandonan posturas radicales en multitud de ámbitos, que han dificultado sobremedida el marco competitivo de gran parte del tejido económico en Occidente.

Aunque en nuestra opinión, **el cambio más trascendental** que ya estamos notando, **no va de partidos políticos de derechas o izquierdas, sino de hablar claro, buscar soluciones a problemas concretos, y cumplir las promesas electorales - y de ahí la importancia de la transparencia** que proporcionan los nuevos medios de comunicación

independientes. Un **catalizador primordial**, en nuestra opinión, fue **la compra de Twitter por Elon Musk** en 2022, que aseguró **un altavoz para todo tipo de opiniones y noticias**, al margen de los medios de comunicación tradicionales. A partir de entonces, la creciente visibilidad de acontecimientos, consecuencias y opiniones, aceleró el cambio político a nivel global, que aumenta su impulso con cada cita electoral: desde Meloni en Italia, pasando por Milei en Argentina, seguidos de los cambios que se preparan en Holanda, Francia, Austria, Alemania, Canadá...y más recientemente Trump en EE.UU.

Creemos que lo que realmente subyace es la **respuesta al grito de ayuda del electorado, y de las PYMES**, que buscan quien les ayude a salir adelante. El factor común suele ser una visión pragmática del mundo, enfocada en las necesidades más acuciantes de los votantes y sus países. Muchos de los titulares políticos son grandilocuentes, dirigidos a ganar adeptos y marcar territorio para empezar a negociar. Todos buscan el mayor bienestar de “su equipo” (su país), pero en base a premisas realistas, aceptando lo que cada uno puede ofrecer y lo que debe exigir; pensando en el largo plazo, pero en base a pasos concretos para el corto y medio. China nunca dejó de planear sus movimientos de esta manera, pero ahora todos jugarán con las mismas reglas respecto a patentes, energía, emisiones, condiciones laborales, etc. Creemos que más y más países buscarán acuerdos de todo tipo y evitarán regulaciones, distracciones y gastos innecesarios – “el milagro” en Argentina por ejemplo, poco a poco se afianza y demuestra la solidez del realismo en que basan sus decisiones. El ejemplo va cundiendo, y el dominó que comienza obligará a otros países a ser pragmáticos también, o arriesgarse a quedar muy rezagados. El **riesgo geopolítico también debería reducirse** – los motivos y los costes de los conflictos son más visibles, y por tanto menos deseables. En definitiva, **las reglas del juego deberían estar más claras** en todos los sentidos.

Muchas **compañías** también han ido **revisando su foco estratégico** en esta misma dirección, desde hace varios trimestres. Sus clientes y sus inversores, ya les habían hecho llegar el mensaje que poco después quedaría plasmado en las urnas: Meta, Walt Disney, Walmart, Boeing, Repsol, Shell, BP, Goldman Sachs, Morgan Stanley...la lista es interminable. Para la mayoría de las empresas, y ciertamente para las nuestras, que compiten por méritos propios, el marco de trabajo de **este nuevo ciclo debería ser muy favorable** – los objetivos de cada negocio vuelven a estar muy claros: valor añadido para los consumidores, fortalecer economías, mejorar la competitividad, etc). Los mejores triunfarán.

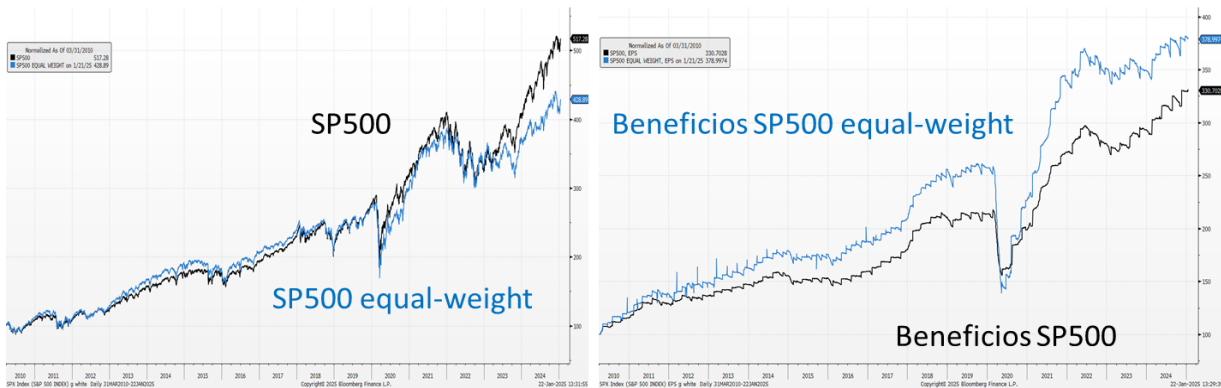
El mercado, para quien “obras vuelven a ser amores, y no buenas razones”, va teniendo todos los ingredientes para que **manden los resultados corporativos**, para que **la micro vuelva a marcar el paso, y se erija en la nueva macro**. La cristalización del valor oculto en nuestra cartera se beneficiará directamente de todo ello.

Bluechips en problemas: expectativas vs sentimiento

Enlazando con el cambio de ciclo comentado en el punto anterior, es importante recordar el punto de partida para los siguientes años. Tal vez la seña de identidad más diferencial del ciclo que dejamos atrás sea la enorme concentración del mercado en unos pocos valores, que ahora dominan los índices de inversión pasiva como nunca antes. **Parte de la concentración es totalmente lógica**: cuando un negocio global alcanza el éxito, y su mercado es todo el mundo, los beneficios que reporta serán desproporcionados respecto al tamaño del PIB del país donde se encuentre su domicilio fiscal. Así era el caso con Nokia (Finlandia, pero con mercado objetivo de 6.000MM de personas), o Nestle (Suiza), o Novo Nordisk (Dinamarca), Samsung Electronics (Korea), TSMC (Taiwan), o tal vez Inditex (España), y por supuesto, Google, Apple, Meta, Microsoft, Amazon, Nvidia...Sin embargo, el hecho de que algunas vivan o mueran no tiene tanto que ver con su tamaño relativo a su país/índice, como con su ejecución operativa. Al final, **lo que siempre manda son los beneficios**, y la historia nos dice que es más fácil avanzar para las compañías menos grandes – a día de hoy la oportunidad es clara.

Desde el punto de vista inversor, también **es crucial la valoración**. Las valoraciones de las megacaps en 2025 son agresivas, aunque no tan extremas como en alguna otra burbuja anterior, y contrastan con la multitud y variedad de oportunidades disponibles para el nuevo ciclo en todo tipo de negocios y países.

Precio SP500 equal-weight (también medianas y pequeñas) vs SP500... ...debe seguir a los beneficios



Si la historia vuelve a rimar, **las perspectivas de rentabilidad RELATIVA para las bluechips** (y con ellas, algunos de los índices más populares) no son tan favorables. Una a una ya vamos viendo lo que ocurre cuando defraudan, cuando a la normalización operativa se suma un sentimiento de mercado “menos incondicional”. Por ejemplo, recientemente muchos invertían en compañías como ASML, LVMH, Novo Nordisk como **refugio seguro** en Europa, sólo para ver cómo sus cotizaciones **acababan reflejando mini-crashes**, con caídas del -30/-40%. En EE.UU. compañías como Meta o Nvidia, grandes favoritas de hoy, sufrieron caídas de -60/-70% en 2022, mientras que Microsoft y Google perdieron casi un -50%.

Cuando el múltiplo de partida es elevado, el riesgo de reversión a la media es significativo. Si las previsiones de beneficios de años venideros sobre las que se basan los múltiplos se reducen (por maduración más lenta del mercado /competencia/márgenes/inversión, etc), nuestra rentabilidad esperada bajaría a esa misma velocidad, por ejemplo digamos un **-10%**, que no parece muy dramático. Sin embargo, normalmente lo anterior conduce a una normalización (a veces a un colapso) de los múltiplos. Cuando el sentimiento se enfría, **pasar de PER 35x (elevado) a per 20x** (todavía superior al de mercado para conceder cierta prima para un líder global en su negocio) implica un **-43%** de rentabilidad adicional, para un **total de -53%**, no muy distinto de los ejemplos recientes arriba mencionados.

Nuestra conclusión es que **hay un riesgo nada despreciable de que las mega-caps** que han dominado los índices y la inversión de tantos fondos y ETFs durante los últimos años, no logren mantener las expectativas de valoración y de ejecución tan elevadas de que disfrutaron. **No cuentan con margen de seguridad.** Cualquier imprevisto podría costarles muy caro. La historia nos dice que, como en otros antes, en el ciclo que ahora comienza, las mejores cartas las tienen las compañías menos populares (expectativas reducidas, valoración de partida...y en nuestro caso, catalizadores de proyectos concretos). **Los ganadores del último ciclo, casi seguro que no repetirán en el podio en el próximo. Si la historia rima, la dirección del viaje nos suena.**

	Oil Crisis 1973 (*)	Dotcom Bubble 2000 (*)	Financial Crisis 2007 (*)	COVID 2020 (*)	Today 2025 (*)
#1	\$30 B	\$551 B	\$518 B	\$1.87 T	\$3.45 T
#2	\$20 B	\$522 B	\$420 B	\$1.30 T	\$3.35 T
#3	\$20 B	\$518 B	\$383 B	\$1.20 T	\$3.19 T
#4	\$10 B	\$475 B	\$344 B	\$922 B	\$2.43 T
#5	\$9 B	\$361 B	\$326 B	\$916 B	\$2.43 T

Source: Bloomberg, except for 1973: Fortune 500.
(* Data at 01/01/1973; 27/03/2000; 12/10/2007; 01/01/2020; 22/01/2025.

Inversión temática, o no

La **inversión temática** de muchos fondos consiste en **decidir a priori** que tal o cual temática será una gran palanca generadora de rentabilidad para los inversores que la sigan. Todos los años son muchos los que, en la industria de inversión, intentan surfear esas olas, lanzando fondos/cestas/ETFs temáticos: países emergentes, China, países frontera, renovables, ESG, metaverso, inteligencia artificial...y más y más cada año.

El sentido común a nosotros nos dice que **tal metodología se asemeja a construir la casa empezando por el tejado**. De hecho, la similitud de muchos de estos fondos/cestas/ETFs entre sí, sugiere que en realidad el foco no está en la rentabilidad final para el inversor, sino en el tamaño final del producto, que beneficia a la gestora que lo lanza. La narrativa ya se encargará de explicar por ejemplo, cómo Microsoft/Nvidia/Apple...etc son una gran apuesta por el crecimiento del PIB en países emergentes, o el desarrollo tecnológico en China, o el consumo de energía renovable, o la mejora en objetivos mediambientales para el planeta Tierra, la monetización de la IA (inteligencia artificial), o casi cualquier otra temática. Y también justificará todo tipo de valoraciones y perspectivas.

Para nosotros, **las temáticas son más bien bloques que ayudan a explicar nuestra cartera**, “ex -post”, grupos de oportunidades con rasgos comunes que el mercado nos ofrece en un momento dado, y donde hemos sido capaces de encontrar más y mejores compañías de lo normal. Normalmente responden a tipos de negocios, o riesgos que el mercado decide descartar por completo. Nosotros, que casi siempre vamos a la contra, construimos el futuro de nuestra rentabilidad con estos bloques que comparten distintos hilos conductores. **Los catalizadores (proyectos, productos, etc.) son el ingrediente principal en nuestro proceso, pero las temáticas de fondo suelen ser favorables, para no negar, e incluso aumentar su impacto.**

Algunas de las temáticas o bloques principales de nuestra cartera, son: i) petróleo y gas, una de las fuentes de energía más eficientes y aún necesaria durante décadas, a pesar de la transición energética, pero donde hace falta niveles de inversión global superiores ii) energías renovables, que ofrecen visibilidad y fuerte demanda estructural, a valoraciones inferiores a su coste de construcción, iii) ciclo de recuperación de la demanda de memoria, que además se acelera con la IA (sin memoria no hay IA posible), iv) fabricación, diseño y materiales semiconductores que ayudan a crear chips más eficientes (menor consumo, más computación), v) proyectos industriales cada vez más eficientes en base a tecnologías propias, que incluyen el reciclaje, vi) fabricación de medicamentos avanzados (biotecnológicos), vii) consumo poco discrecional-lujo, pues aún recelamos del consumo generalizado, viii) ciclo de transporte marítimo de mercancías (petróleo y refinados) – aún el método más eficiente, ix) normalización del consumo en China, y algunos otros. Sobre algunas de estas temáticas de fondo, en los últimos meses hemos oído decir que son “no-invertibles”. Y eso suele ser un muy buen signo, para aspirar a rentabilidades futuras muy por encima de la media. Al mismo tiempo, tenemos extra-cuidado con las temáticas de moda.

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.