

Estimados compañeros inversores:

Durante el cuarto trimestre, el fondo ganó un 4,9%<sup>1</sup> (31/12/2025). No tenemos un índice de referencia establecido en nuestro Documento de datos fundamentales para el inversor (KIID), por lo que no podemos comentar sobre el rendimiento relativo. Dejamos que sea usted quien decida. Observamos que la cifra anterior parece inferior a los índices de referencia europeos y superior a los índices de referencia mundiales. Nuestro último valor liquidativo declarado al final del trimestre fue de 19,62 (31/12/2025), un +4,9% más que el valor liquidativo más cercano declarado al final del segundo trimestre, que fue de 18,76 (30/09/2025). Esto sitúa la rentabilidad del valor liquidativo en lo que va de año en un +16% (del 27/12/2024 al 31/12/2025). Nuestro rendimiento anual compuesto a cinco años es del 14,3% y nuestro rendimiento del valor liquidativo desde el inicio hasta el final del trimestre es del 96,2%, lo que supone un rendimiento anual compuesto del 10,5%. Somos muy optimistas sobre las perspectivas de nuestra cartera y creemos que alcanzaremos nuestro objetivo de rendimiento anual compuesto con el tiempo. La composición de nuestro fondo no se parece a la de ningún índice, por lo que es poco probable que obtengamos un rendimiento similar.



<sup>1</sup> Nuestro NAV (Valor Liquidativo) se calculaba semanalmente por FundPartner Solutions, una filial de Pictet & Cie, y no coincidía con los informes mensuales o trimestrales. Desde finales de abril de 2025, nuestro NAV se calcula de forma diaria, aunque las cifras históricas corresponden a cálculos semanales. Rogamos consulte nuestro comentario sobre las comisiones de gestión.

A pesar de la volatilidad del «Día de la Liberación» y la obsesión por todo lo relacionado con la inteligencia artificial y los activos brillantes como el oro, el año 2025 terminó con una nota alta, ya que el fondo cerró el año en un nuevo máximo de 19,62 (31 de diciembre de 2025). El cuarto trimestre contribuyó con un 4,9%, lo que nos llevó a una rentabilidad del 16% para el año en euros. Cabe señalar que muchas divisas se depreciaron frente al euro (PHP, JPY, KRW, USD) y nuestra rentabilidad en dólares superó el 31%. No cubrimos nuestro riesgo cambiario, ya que creemos que las ganancias y pérdidas por tipo de cambio se compensan en gran medida con el tiempo y que los beneficios subyacentes de la cartera están en múltiples divisas, por lo que intentar ser astutos resulta complicado.

Las condiciones del mercado en el cuarto trimestre se mantuvieron prácticamente sin cambios con respecto al tercero. Tras la volatilidad del segundo trimestre, los inversores recuperaron rápidamente el entusiasmo e impulsaron los mercados al alza. La segunda mitad de 2025 se caracterizó por una intensa atención a la inteligencia artificial y a un reducido grupo de acciones relacionadas. No repetiremos lo que muchos gestores activos ya han destacado, pero los principales índices se han concentrado cada vez más en un puñado de empresas que invierten grandes sumas de capital en resultados inciertos. No obstante, los inversores, tanto activos como «pasivos», siguen asignándoles una gran parte de sus inversiones.

Es imposible saber si estas apuestas tendrán éxito en última instancia, pero la historia ofrece numerosos ejemplos que invitan a la cautela. También pueden surgir nuevos competidores que desbancan a los líderes actuales. En este contexto, nos sentimos cómodos manteniendo una postura agnóstica con respecto a los índices y centrándonos en negocios generadores de efectivo que cotizan a valoraciones razonables. En nuestra opinión, el sentimiento del mercado refleja una codicia elevada y un cortoplacismo extremo, condiciones que refuerzan la importancia de nuestro enfoque disciplinado.

Nuestra participación desde hace mucho tiempo, Cie Industriali Riunite (CIR IM), anunció que iba a comprar la participación del 40,23% en KOS SpA que no poseía a sus socios de capital privado F2i Fondi Italiani. KOS SpA es una empresa italiana y alemana dedicada a las residencias de ancianos. El precio de 250 millones de euros (220 millones de euros por adelantado y 30 millones contingentes) parece razonable y supone un buen uso de los 360 millones de euros en efectivo que tiene la sociedad holding. CIR ha saneado su estructura y sus participaciones en los últimos años. Una vez cerrada la operación, controlará totalmente KOS y podrá vender o escindir su participación del 56,5% en el proveedor de automóviles Sogefi (SGF IM). Esto permitirá a la empresa cotizada convertirse en un operador dedicado exclusivamente a las residencias de ancianos, y esperamos una revalorización y una mayor cobertura por parte de los analistas.

Nuestra participación a largo plazo en Treasure (TRE NO), una sociedad de cartera que solo poseía una participación del 10% en la empresa cotizada Hyundai Glovis (086280 KS), llegó a su fin cuando la empresa matriz Wilh. Wilhelmsen Holding ASA (WWI NO) compró un bloque del 10% al último gran accionista que se resistía, Nordea, y pagó a los accionistas minoritarios para que la empresa dejara de cotizar en bolsa. El descuento del 13% obtenido no estuvo mal, teniendo en cuenta que la compramos con un descuento del 40% y que la acción se revalorizó en moneda local un 293%, más 5,8 NOK en dividendos durante nuestro periodo de tenencia. La contribución global al fondo fue de 308 pb.

Durante el cuarto trimestre gestionamos activamente la cola de la cartera, comenzando con dos salidas decepcionantes. La primera fue Playtech (PTEC LN). Teníamos reservas desde hacía tiempo tras la escandalosa remuneración concedida a la dirección tras la venta de su negocio en Italia. Esto fue un, seguida de un importante aumento de los impuestos anunciado en México, que afectará negativamente a Caliplay, donde Playtech posee una participación del 30,8% y que también es un cliente clave. El catalizador final se produjo cuando Playtech fue acusada ante los tribunales de contratar a un investigador privado que grabó en secreto a un competidor, Evolution, supuestamente admitiendo actividades delictivas.

Anteriormente habíamos evitado invertir en Evolution debido a su fuerte exposición a mercados no regulados y al claro riesgo de incumplimientos legales. Por el contrario, Playtech había abandonado las operaciones en el mercado gris y conocíamos bien sus activos italianos gracias a nuestras participaciones a largo plazo en Gamenet y Lottomatica. Cuando Playtech vendió su negocio italiano y publicó unos objetivos ambiciosos para las operaciones restantes, creímos que el descuento en la valoración justificaba mantener nuestra posición.

Sin embargo, las preocupaciones sobre la gobernanza nunca desaparecieron por completo, y las últimas acusaciones reforzaron nuestra opinión de que el perfil de riesgo había cambiado sustancialmente. Por lo tanto, decidimos no esperar al resultado del juicio. Es un claro recordatorio de que, cuando persisten las dudas sobre la gobernanza, la disciplina exige apartarse antes, o evitar la situación por completo.

La segunda decepción fue nuestra participación a largo plazo en RHI Magnesita. Nuestra tesis se centraba en que los beneficios de RHI eran menos volátiles que los de los productores de acero, ya que sus productos son esenciales para el acero de alta calidad, pero solo representan una pequeña parte (1-2 %) del coste de cada tonelada de acero. RHI también estaba integrada hacia atrás y se creía que contaba con un equipo directivo sólido. Al final, probablemente teníamos razón en que es menos cíclica y de mayor calidad que las empresas siderúrgicas puras y merece un múltiplo más alto. La empresa, incluso ahora en una profunda recesión, tiene flujos de caja muy positivos. Sin embargo, sigue siendo una apuesta por las materias primas y la grave recesión actual en China, el exceso de capacidad en la India, el fracaso de Europa a la hora de proteger su industria y la recesión general del sector han demostrado que están a merced de los mercados. Consideramos que hay pocas posibilidades de que el exceso de capacidad en China (en acero) y

la India (en refractarios) desaparezca en un futuro próximo y, por lo tanto, creemos que es mejor invertir el capital en otra parte. Lo seguiremos de cerca para una futura reinversión.

Salimos de nuestra posición en Aichi (6345 JT), el fabricante japonés de plataformas elevadoras, tras sentir una creciente insatisfacción con las acciones de su antigua matriz, Toyota Industries. En lugar de privatizar la empresa o distribuir su participación en el mercado, Toyota Industries optó por vender una parte a Itochu y otra parte a Aichi mediante una recompra de acciones, conservando al mismo tiempo una participación significativa. Esta estructura no contribuyó en nada a mejorar el gobierno corporativo ni la flotación libre.

Aunque acogimos con satisfacción la recompra, nos sigue preocupando que ni Itochu ni Toyota Industries vayan a tomar medidas significativas para reforzar la posición competitiva de Aichi. Desde el punto de vista operativo, la empresa sigue enfrentándose a graves problemas con sus proveedores y ha logrado avances limitados en su expansión internacional. En consecuencia, hemos reasignado el capital a oportunidades más atractivas.

Asimismo, vendimos nuestra participación en Aberdeen European Logistics Income Plc (ASLI LN), un investment trust que posee activos inmobiliarios industriales en Europa, tras anunciar su liquidación debido a un prolongado periodo cotizando muy por debajo de su NAV. Aunque percibimos varios dividendos atractivos, consideramos que existían oportunidades con un mayor potencial de revalorización en otros activos.

Nuestra última venta fue la de nuestra exitosa inversión en el fabricante griego de yogur Kri-Kri (KRI GA), que ha contribuido con 369 puntos básicos al rendimiento. Compramos las acciones en marzo de 2023, cuando los márgenes se vieron diezmados por la inflación y no pudieron repercutir los costes a muy corto plazo debido a los contratos anuales con sus grandes clientes de supermercados. Al renovarse los contratos, pudieron subir fácilmente los precios y recuperar los márgenes (e incluso aumentarlos), y los volúmenes siguieron creciendo. Su marca blanca «made in Greece» (no de estilo griego) ha tenido muy buenos resultados en los supermercados del Reino Unido e Italia. Se trata de una inversión cuya venta podríamos lamentar, a pesar de la valoración completa, ya que su crecimiento continúa y están entrando en nuevos mercados (incluido el del yogur helado en Estados Unidos). La seguiremos de cerca y cualquier retroceso significativo nos tentará a volver a entrar. Empezamos a comprar acciones a 6,30€ y vendimos nuestras últimas acciones a poco más de 20€.

Compramos un conglomerado centrado en Asia, que está experimentando un cambio significativo, ya que se ha incorporado un nuevo consejo de administración y un nuevo equipo directivo con el mandato de sanear la complicada estructura y realizar valor. Compramos Fleury (FLRY3 BS), una empresa brasileña líder en diagnóstico médico. BW Offshore (BWO NO), una empresa a la que llevamos siguiendo desde hace años, anunció una revisión estratégica y, dado que el precio de las acciones no se movía, aprovechamos la oportunidad para abrir una pequeña posición. También compramos una escisión de un gran conglomerado británico, aunque no ha

caído tanto como esperábamos. Por último, compramos una pequeña posición en un fabricante coreano de baterías primarias, sobre el que seguimos realizando nuestro análisis de diligencia debida.

Al final del trimestre, nuestra cartera tenía más de un 95% de potencial alcista con respecto a nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba a un PER medio ponderado de 8,1 veces (neto de efectivo), un rendimiento FCF/EV del 15% y una rentabilidad del capital tangible del 25%.

\*\*\*

Factores positivos		Detractores	
Loma Negra	122 pb	Playtech	-69 pb
Atalaya Mining	84 pb	Cuckoo	-36 pb
Youngone	71 pb	Vivendi	-35 pb
Danieli Savers	63 pb	Brightstar Lottery	-28 pb
Watches of Switzerland	62 pb	M Dias Branco	-27 pb

El principal contribuyente durante el trimestre fue Loma Negra (+75,6%, +122 pb), el mayor productor de cemento argentino, que borró por completo las pérdidas del trimestre anterior. La cotización de Loma Negra tuvo un buen comportamiento tras las elecciones legislativas de mitad de mandato celebradas en Argentina el 26 de octubre de 2025, en las que el presidente Javier Milei obtuvo una victoria aplastante. La coalición obtuvo aproximadamente el 41 % de los votos nacionales, superando con creces las expectativas, después de que Milei definiera los dos primeros años de su presidencia con recortes radicales del gasto y reformas de libre mercado. Este fuerte mandato refuerza su posición para impulsar la desregulación, la austeridad fiscal y los cambios estructurales. Además, el paquete de ayuda financiera de 40 000 millones de dólares estadounidenses, que incluye un swap de divisas de 20 000 millones de dólares y financiación privada adicional, se consideró en general como una condición para que Milei mantuviera el impulso político. En general, el mercado reaccionó positivamente, lo que refleja un renovado optimismo sobre la trayectoria económica de Argentina. En medio de los continuos retos macroeconómicos, los volúmenes de despacho de cemento disminuyeron aproximadamente un 1% interanual en el tercer trimestre de 2025, a pesar de que los volúmenes de despacho de la industria en septiembre de 2025 alcanzaron su nivel más alto en 22 meses. La actualización comercial posterior a las elecciones fue especialmente alentadora, ya que destacó un aumento interanual del 7,4% en el volumen en octubre. En general, mantenemos una visión positiva sobre Loma Negra, el principal productor de cemento de Argentina, con un importante potencial alcista a medida que se afianzan la normalización económica y el impulso de las infraestructuras. Recordamos a nuestros lectores que nuestra tesis no se basa en la evolución positiva de la situación política, aunque esta sea muy útil, ya que Loma genera importantes flujos de caja incluso en una economía completamente mal gestionada.

El segundo mayor contribuyente fue Atalaya Mining (+36,4% +84 pb), el productor español especializado en cobre. Las acciones de Atalaya Mining se recuperaron con fuerza, impulsadas por el crecimiento sostenido de la producción de cobre (+1,9% interanual en el tercer trimestre de 2025) en un entorno de precios favorable, que, según se informa, ha registrado el mayor aumento anual del precio del cobre en más de una década<sup>2</sup>. Esta dinámica respaldó el apalancamiento operativo de la empresa, lo que se tradujo en una reducción de los costes unitarios de producción y un aumento significativo de los flujos de caja de las operaciones (+200% en comparación con el tercer trimestre de 2024), lo que reforzó aún más el balance. Los vientos favorables del mercado se complementaron con las alentadoras novedades sobre las iniciativas de crecimiento de la producción de la dirección. Entre ellas se incluyen la aceleración de la remoción de residuos en San Dionisio (con la autorización medioambiental obtenida en 2025), las perforaciones en curso en Masa Valverde y San Antonio, y el avance de la ingeniería para un posible circuito de procesamiento polimetálico. La empresa también continúa manteniendo conversaciones constructivas con la Xunta de Galicia en relación con el permiso medioambiental para el Proyecto Touro. Creemos que la combinación de los fundamentos favorables del mercado del cobre y la cartera de crecimiento orgánico de Atalaya apunta a un flujo de noticias positivas sostenido en el futuro.

El tercer contribuyente significativo fue Youngone (+22,5%, +71 pb), el fabricante surcoreano de ropa con una división de bicicletas, presentado en nuestra carta del tercer trimestre de 2025. El precio de las acciones se ha disparado desde la publicación de nuestra carta a los accionistas del tercer trimestre de 2025, después de que Youngone anunciara un crecimiento interanual del 12,9 % en su negocio de fabricantes de equipos originales, con una mejora de los márgenes operativos de 140 puntos básicos hasta el 23,4%. La obtención de nuevos contratos con Arc'teryx, que sigue registrando un crecimiento interanual del 30 %, supuso un importante impulso. El segmento de las bicicletas también logró un crecimiento interanual del 15,1%, al tiempo que redujo sus pérdidas. Lo más alentador es que los niveles de existencias de bicicletas siguieron disminuyendo, lo que podría indicar una mejora de las condiciones comerciales en el futuro. Prevemos más avances positivos una vez que el negocio de las bicicletas comience a funcionar con normalidad. Mientras tanto, el grupo combinado sigue cotizando con un atractivo rendimiento del flujo de caja libre de entre el 15 % y el 20 %, lo que consideramos muy interesante.

El cuarto mayor contribuyente fue Danieli & C Savers (+21%, +63 pb), el fabricante italiano de plantas siderúrgicas y productor de acero, presentado en nuestra carta del tercer trimestre de 2020. A principios de este trimestre, Danieli publicó los resultados del ejercicio 2024/25, que superaron con creces las expectativas, impulsados por los buenos resultados de la división de fabricación de plantas. Esto incluyó ganancias de cuota de mercado y una revisión al alza en octubre de las previsiones de cartera de pedidos para junio de 2026 (aumentadas en un 4% hasta

---

<sup>2</sup> [FT](#)

6,0-6,2 mil millones de euros). Se espera que la división de fabricación de acero, aunque se enfrenta a las dificultades de las condiciones del mercado, se beneficie de una recuperación gradual respaldada por los incentivos gubernamentales y la mejora de la demanda. Desde entonces, han seguido llegando noticias positivas con la obtención de importantes contratos, entre ellos un pedido de 500 millones de euros en diciembre de Steel Authority of India (SAIL), la mayor siderúrgica pública de la India, para tecnologías clave en la ampliación de la planta siderúrgica IISCO. Paralelamente, el grupo Flacks, con sede en Miami, ha llegado a un acuerdo con el Gobierno italiano para adquirir y relanzar el antiguo complejo siderúrgico ILVA (Acciaierie d'Italia) en Taranto<sup>3</sup>, con inversiones previstas de hasta 5000 millones de euros en modernización y descarbonización. Este proyecto representa una importante oportunidad potencial para Danieli como proveedor líder de equipos para plantas siderúrgicas. En general, estos acontecimientos han recompensado finalmente a los inversores pacientes, con el precio de las acciones alcanzando máximos históricos. Seguimos animados por las perspectivas de una mayor subida, respaldadas por la sólida entrada de pedidos, el impulso positivo en la fabricación de plantas y la recuperación prevista en la fabricación de acero.

El quinto mayor contribuyente fue Watches of Switzerland (+29,5% +62 pb), el distribuidor británico de relojes de lujo y el distribuidor autorizado más importante de Rolex. Una vez más, la evolución política contribuyó a mejorar la confianza después de que los aranceles estadounidenses sobre los productos suizos se redujeran oficialmente al 15% (desde el 39%), una medida aplicada con carácter retroactivo desde mediados de noviembre de 2025 que supone un alivio significativo para las exportaciones de relojes suizos. En cuanto a la empresa, Watches of Switzerland Group registró un sólido crecimiento de los ingresos del 10% a tipo de cambio constante durante la primera mitad del ejercicio fiscal 2026 (que finalizó en octubre de 2025), impulsado principalmente por la expansión del 20% de las operaciones en Estados Unidos en un contexto de demanda resistente en el segmento de gama alta. En el Reino Unido, el comercio se mostró resistente, con un crecimiento interanual del 2%, o del 5% sobre una base ajustada que excluye los cierres de salas de exposición, a pesar de un entorno minorista difícil. Los márgenes EBIT ajustados disminuyeron en 30 puntos básicos, lo que refleja unos márgenes brutos más bajos debido al impacto previo del aumento de los aranceles estadounidenses, el aumento de la inversión en marketing en Roberto Coin (tras su adquisición) y una combinación de productos desfavorable, compensada en parte por un eficaz aprovechamiento de los costes en las tiendas y los gastos generales. La dirección destacó que la demanda de relojes de lujo sigue superando a la oferta, con unas condiciones sólidas que respaldan la reiterada previsión para todo el ejercicio fiscal 2026 y unas perspectivas positivas para el segundo semestre (que finaliza en abril). Además, el Grupo anunció la finalización de su salida de determinadas operaciones europeas, junto con la conclusión satisfactoria de su programa de recompra de acciones por valor de 25 millones de libras esterlinas.

---

<sup>3</sup> [Bloomberg](#)



El principal factor negativo fue Playtech (-36,8%, -69 pb), el proveedor británico-israelí de tecnología para juegos de azar. Véase nuestro comentario anterior. Salimos de la posición tras las noticias sobre un posible espionaje corporativo, con acusaciones de grabar a un competidor admitiendo delitos. Aunque aún no se ha demostrado, las preocupaciones reforzaron nuestras reservas existentes sobre el gobierno corporativo, y decidimos no esperar a que se aclarara la situación.

El segundo mayor detractor fue Cuckoo (-12,3%, -36 pb), el fabricante surcoreano de arrozceras que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2025. Las ventas continúan su trayectoria positiva, con un aumento interanual del 19,8% en el tercer trimestre de 2025. Los márgenes operativos mejoraron en 140 pb en comparación con el tercer trimestre de 2024 y se mantienen altos en la media de los últimos tres años. La absorción de capital circulante, probablemente relacionada con la expansión internacional, ha reducido temporalmente la generación de efectivo, pero ha aumentado las expectativas de crecimiento. Además, en una junta extraordinaria de accionistas celebrada en noviembre de 2025, Cuckoo aprobó una reducción de la reserva de capital de 189 000 millones de wones, que podría utilizarse para pagar dividendos libres de impuestos a los accionistas. La medida formaba parte de una serie de mejoras en la rentabilidad para los accionistas, pero suscitó comentarios que sugerían que podría anticiparse a posibles reformas fiscales en 2026 que podrían limitar o gravar dichas distribuciones. No obstante, el dividendo se mantuvo estable en 1200 wones por acción, según el anuncio de finales de diciembre. Seguimos viendo un importante potencial alcista.

El tercer factor negativo significativo fue Vivendi (-21,5%; -35 pb), el holding francés que cotiza en bolsa y se centra en los sectores de contenidos, medios de comunicación y entretenimiento. Las acciones de Vivendi cayeron tras la decisión del Tribunal de Casación francés de revocar la sentencia anterior del Tribunal de Apelación de París, anulando la conclusión de control de facto por parte de la familia Bolloré y remitiendo el caso a un tribunal de apelación con una composición diferente. Esto reduce significativamente la probabilidad a corto plazo de una oferta de compra obligatoria para los accionistas minoritarios, lo que prolonga la incertidumbre en torno a cualquier posible transacción multimillonaria y supone una importante victoria inicial para la familia Bolloré. Durante el trimestre, Universal Music Group, que representa aproximadamente el 65% del valor neto de los activos de Vivendi, cayó alrededor de un 7%, lo que añadió una mayor presión a la baja sobre el precio de las acciones de Vivendi. Sin embargo, en general, consideramos que la reacción del precio de las acciones se debe principalmente a la liquidación de posiciones de arbitraje y no a un deterioro de los fundamentos subyacentes. Vivendi sigue cotizando con un descuento sustancial de alrededor del 50 % sobre su valor neto patrimonial fácilmente calculable. Seguimos convencidos de que Vincent Bolloré tiene la intención de simplificar aún más la estructura del grupo y no vemos ninguna razón de peso para que Vivendi siga cotizando en bolsa.

El cuarto factor negativo fue Brightstar Lottery (-9,2%, -28 pb), el proveedor italoamericano de sistemas tecnológicos para loterías, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020



y actualizamos en nuestra carta del primer trimestre de 2024. Según nuestra actualización de noviembre de 2025, Brightstar Lottery presentó unos resultados positivos en el tercer trimestre, tanto en ventas como en EBITDA, al tiempo que presentó sus perspectivas a medio plazo de un crecimiento anualizado del EBITDA del 6% y una mejora de la generación de efectivo durante los próximos tres años. Como muchos planes a medio plazo, se inclina hacia los últimos años, ya que en 2026 aún hay que hacer frente a importantes pagos por la renovación de la lotería italiana. Creemos que, una vez que el mercado comience a centrarse en 2027 y en la normalización del flujo de caja libre, las acciones deberían revalorizarse. En diciembre de 2025, la empresa completó su recompra acelerada, adquiriendo 15,2 millones de acciones (entre el 7% y el 8% de las acciones en circulación) a 16,41 dólares por acción. La empresa tiene la intención de continuar con las recompras en el marco de un programa más amplio de 500 millones de dólares.

El quinto factor más negativo fue M Dias Branco (-16,8%, -27 pb), líder del mercado brasileño de galletas, crackers y pasta, que presentamos en la carta del tercer trimestre de 2024. M. Dias Branco publicó unos resultados por debajo de lo previsto en términos de rentabilidad, a pesar del sólido aumento interanual del 16% en los ingresos netos y la moderación de los costes de las materias primas. La recuperación de los volúmenes (+15% interanual) se vio contrarrestada por una dinámica más débil de precios/mezcla, lo que, junto con el aumento de las inversiones en marketing, ejerció presión sobre los márgenes. En el lado positivo, los beneficios fiscales redujeron el tipo impositivo efectivo, mientras que la liberación de capital circulante contribuyó a una fuerte generación de flujo de caja. Seguimos centrados en el equilibrio entre volumen y precios, lo que aportará más claridad sobre la dinámica competitiva. Seguimos considerando a M. Dias Branco como un líder del mercado bien posicionado para navegar por su entorno competitivo, con un importante potencial alcista en un escenario normalizado.

\*\*\*

## Converge ICT (CNVRG PM)

Converge ICT es una empresa de telecomunicaciones con sede en Filipinas especializada en Internet de banda ancha de fibra óptica de alta velocidad. Fundada en 1996 por Dennis Anthony Uy, Converge es hoy en día la empresa de telecomunicaciones de más rápido crecimiento del país. La empresa posee una extensa red de 896 000<sup>4</sup> kilómetros de activos de fibra óptica en todo el país, incluidos cables submarinos nacionales, que cubren cientos de ciudades y municipios de las principales islas. El fundador sigue ejerciendo como director ejecutivo y controla aproximadamente el 66 % de las acciones. La dilución de los márgenes a corto plazo por el lanzamiento de productos de gama baja, la escasez de mano de obra y la incertidumbre

---

<sup>4</sup> [Sitio web de Converge](#)

regulatoria brindaron la oportunidad de adquirir acciones a un precio muy ventajoso en una empresa que crece muy por encima de la media del sector, en un mercado con una penetración de Internet de banda ancha fija de solo entre el 30% y el 35% (mientras que el objetivo del Gobierno es alcanzar el 65% para 2028<sup>5</sup>). Como operador de banda ancha fija, Converge ICT evita las costosas guerras de precios en el sector móvil que afectan a sus competidores, y debería alcanzar un punto de inflexión inminente en el crecimiento del flujo de caja libre a medida que se modera el gasto de capital en fibra óptica.

El segmento residencial de Converge ICT (85% de las ventas) ofrece principalmente banda ancha de fibra óptica de alta velocidad bajo las marcas FiberX (pospago premium insignia), BidaFiber (pospago asequible), Surf2Sawa (prepago) y Air Internet. Muchos planes incluyen datos ilimitados con opciones combinadas con Netflix, Sky TV o funciones optimizadas para juegos. También ofrece servicios de IPTV (Converge Vision) y televisión por cable (Air Cable). El segmento empresarial (15% de las ventas) ofrece conectividad de fibra dedicada, soluciones empresariales, centros de datos y servicios relacionados con la nube dirigidos a pymes y grandes empresas.

La competencia en el mercado filipino de banda ancha fija por fibra está dominada por los «tres grandes» proveedores: PLDT (TEL PM), Converge ICT y Globe Telecom (PLO PM), que controlan conjuntamente más del 90% del mercado<sup>6</sup>. Otros operadores más pequeños, como Sky (asociado con Converge<sup>7</sup>), y las opciones emergentes de acceso inalámbrico fijo (FWA) de DITO (DITO PM), Smart y Globe añaden presión, especialmente en las zonas desatendidas. PLDT sigue siendo el líder indiscutible, con una cuota del 47% y entre 18,5 y 19 millones de hogares conectados. PLDT se centra en el posicionamiento premium de paquetes. Converge es el segundo operador más importante tras su agresiva expansión, pasando de 6 millones de hogares conectados en 2020 a más de 17 millones en el tercer trimestre de 2025. El enfoque de la empresa en los servicios de fibra, sin una red de cobre heredada, le ha permitido ofrecer servicios de banda ancha de alta velocidad a precios competitivos, lo que le ha ayudado a casi duplicar su cuota de mercado, pasando del 17% en 2019 al 35% en diciembre de 2024<sup>8</sup>. Converge apunta a una mayor cuota de mercado con las nuevas marcas de gama baja (BIDA Fiber y Surf2Sawa), junto con precios atractivos y servicios adicionales para las marcas existentes. Globe Telecom (GFiber) tiene una cuota de mercado de casi el 18% y, aunque se centra en los servicios combinados, también está actualizando activamente la red de cobre heredada a fibra y expandiéndose al segmento de valor con opciones de prepago.

---

<sup>5</sup> [Agencia de noticias filipina](#)

<sup>6</sup> [OpenSingal](#)

<sup>7</sup> Converge se ha asociado con Sky, uno de los mayores operadores de cable de Filipinas, lo que permite la migración de los suscriptores de Sky a la red de fibra óptica de Converge.

<sup>8</sup> Informe anual del ejercicio fiscal 2024

Converge decidió lanzar Surf2Sawa en 2022 y BIDA Fiber en 2023 en respuesta al aumento de la inflación. La dirección prefirió lanzar una alternativa más barata a FiberX en lugar de perder clientes por motivos de asequibilidad. BIDA Fiber y S2S se dirigen a un mercado desatendido con un importante potencial de crecimiento, mientras que FiberX sigue dominando las ventas. Aunque los suscriptores de FiberX dominan la mezcla (76% de los suscriptores residenciales), el lanzamiento de productos de gama más baja podría diluir el ARPU combinado<sup>9</sup> y comprimir los márgenes a corto plazo. La dirección prevé que estas ofertas impulsarán una captación incremental de cuota en segmentos de clientes más sensibles al precio, áreas en gran medida inaccesibles para el producto premium FiberX, al tiempo que crearán una vía para futuras ventas adicionales. Al mismo tiempo, los nuevos niveles deberían mejorar la utilización de la base de activos existente, generando un aumento significativo de los márgenes a medio plazo. No hemos observado ningún aumento significativo en la pérdida de clientes de FiberX que altere nuestra visión positiva, a pesar de los cambios en la gama de productos y la dinámica del mercado.

La Ley de Acceso Abierto (Konektadong Pinoy Act) introdujo incertidumbres regulatorias al reducir las barreras de entrada al exigir el acceso abierto a la infraestructura digital en condiciones comerciales justas, con el objetivo de estimular la competencia, la conectividad y la inversión extranjera. Aunque a primera vista esto parece perjudicial para los operadores tradicionales, la dirección considera que el impacto en Converge es limitado, dado su enfoque exclusivo en la banda ancha de línea fija (aislada de los cambios relacionados con el espectro). Más importante aún, Converge saldrá ganando con las limitaciones de capacidad de PLDT y Globe, y la empresa está preparada para monetizar la capacidad sobrante de fibra oscura (utilización de puertos del 37 % en el tercer trimestre de 2025) a través de un arrendamiento mayorista a nuevos MVNO<sup>10</sup>. Esto, a su vez, debería impulsar las tasas de utilización, diversificar los ingresos y mejorar la rentabilidad a medio plazo. De hecho, el borrador del IRR<sup>11</sup> concede a los operadores tradicionales una mayor autonomía en los acuerdos con los nuevos operadores, lo que les permite negociar las condiciones y limitar los acuerdos excesivamente favorables para los nuevos operadores que se han dado en otros mercados (normalmente como resultado de la consolidación de fusiones y adquisiciones). En todo caso, con un acceso más fácil a la telefonía móvil, una empresa de telecomunicaciones extranjera que desee entrar en Filipinas podría empezar como un operador móvil virtual (MVNO) y adquirir Converge, un operador dedicado exclusivamente a la fibra, en lugar de empezar todo desde cero.

La empresa ha completado en gran medida la construcción de su red de fibra óptica y ahora está centrando sus esfuerzos en aumentar la utilización y la monetización de esta infraestructura. Como resultado, se espera que los gastos de capital se normalicen y disminuyan significativamente en los próximos años. Cabe destacar que, desde 2019, la empresa ha invertido 85 800 millones de

---

<sup>9</sup> Ingresos medios por unidad

<sup>10</sup> Operador de red móvil virtual

<sup>11</sup> Normas y reglamentos de aplicación

pesos filipinos en gastos de capital, al tiempo que ha mantenido un balance muy conservador: el apalancamiento neto sigue siendo bajo, de solo 0,5 veces en el tercer trimestre de 2025. Este enfoque disciplinado subraya la solidez de su modelo de negocio, que ya genera un elevado flujo de caja. Con la normalización de los gastos de capital en el horizonte, se espera que la generación de flujo de caja libre se fortalezca aún más, lo que permitirá aumentar la rentabilidad para los accionistas.

La reciente revisión a la baja de las previsiones de ingresos para 2025 (del 14-16% al 10-12%) parece ser un revés transitorio, impulsado principalmente por la escasez de mano de obra cualificada en técnicos de fibra óptica y las interrupciones causadas por las condiciones meteorológicas adversas. Estas limitaciones operativas han retrasado las reparaciones y el mantenimiento de la red, así como la implantación de nuevas empresas, pero la demanda subyacente sigue siendo sólida. A los niveles actuales de cotización, las acciones ofrecen un punto de entrada atractivo en una empresa líder en crecimiento en el sector de la banda ancha en Filipinas, que cotiza con un rendimiento del flujo de caja libre de dos dígitos y el múltiplo EV/EBITDA más bajo de las tres grandes. La ratio de pago de dividendos actual de la empresa, del 25-30%, se traduce en un rendimiento de alrededor del 3%, lo que es sólido, pero secundario con respecto al crecimiento de los beneficios básicos. Dada la previsión de una mayor reducción de la intensidad del gasto de capital, los posibles recortes de los tipos de interés y el fortalecimiento del flujo de caja libre, no se puede descartar un aumento del ratio de pago en los próximos años, lo que mejoraría la rentabilidad total para los accionistas más allá de la expansión orgánica.

\*\*\*

Para nuestros inversores españoles, nos complace informarles de que el fondo es ahora «traspasable» y se ha notificado a la CNMV. Esperamos que esto facilite la decisión de invertir en España.

Como se ha mencionado anteriormente, el fondo pasó a cotizar diariamente a finales de abril de 2025. También hemos lanzado una clase de acciones en libras esterlinas sin cobertura en mayo de 2025. Dado el tamaño actual del fondo, los costes del mismo han disminuido en porcentaje de los activos y hemos establecido una comisión de gestión de 50 puntos básicos (0,5%) a partir de mayo de 2025, ya que creemos que el coste total para el inversor será razonable ( $c < 1\%$ ). La comisión de gestión de la clase del fundador es de hasta el 1% de los activos, pero no tenemos planes actuales de aumentar la comisión de gestión, ya que queremos mantener bajos los costes totales. No cobramos comisiones de entrada ni de salida.

Nuestro enfoque es y sigue siendo la cartera, pero necesitamos hacer crecer nuestros activos hasta un nivel sostenible. No dude en compartir esta carta con cualquier inversor potencial.

Tenemos un acuerdo comercial con **Cobas Asset Management** para distribuir nuestro fondo en **España**. Ahora puede abrir una cuenta y realizar órdenes con ellos. Para obtener más información, póngase en contacto con ellos por teléfono o correo electrónico. En el futuro, esperamos que sea posible a través de su sitio web. Puede ponerse en contacto con el equipo de Cobas en el +34 91 755 68 00 o [soporteinstitucional@cobasam.com](mailto:soporteinstitucional@cobasam.com)

Se puede invertir en nuestro fondo a través de los dos depositarios centrales de valores internacionales europeos: [Euroclear](#) y su plataforma de compensación FundSettle, y [Clearstream](#) a través de la plataforma de compensación de fondos Vestima. Nuestro fondo está registrado para su distribución en el Reino Unido, España, Alemania y Luxemburgo, incluida la distribución minorista.

Otros distribuidores en España donde se ofrece nuestro fondo son: [Renta 4](#), [myinvestor](#), [Ironia](#), [Lombard Odier](#), [Creand](#), [EBN Banco](#) así como muchas otras instituciones que trabajan a través de las principales plataformas en las que el fondo está disponible bajo petición: [Allfunds Bank](#) e [Inversis](#).

En el Reino Unido, se nos ofrece en la plataforma de bajo coste **AJ Bell** [ajbell.co.uk](http://ajbell.co.uk) y podemos formar parte de una cuenta ISA o de un plan de pensiones. La página web de Interactive Broker en el Reino Unido ahora permite abrir una cuenta de negociación y una cuenta ISA. También se nos puede encontrar en TransAct, Interactive Investor y Aegon.

Nuestro fondo también está disponible en **Interactive Brokers** [interactivebrokers.com](http://interactivebrokers.com), donde se puede abrir una cuenta en casi cualquier jurisdicción (el fondo no está disponible en EE. UU.). **SwissQuote** [swissquote.com](http://swissquote.com) también ofrece acceso en casi todo el mundo, donde prácticamente cualquier nacionalidad (excepto EE. UU.) puede abrir una cuenta sin que los impuestos locales suizos supongan un problema.

Si tiene algún problema para encontrar nuestro fondo o desea obtener más información sobre nosotros y nuestro proceso, póngase en contacto con nosotros en [IR@palmharbourcapital.com](mailto:IR@palmharbourcapital.com)

Nuestro fondo se ofrece como parte de un fondo de fondos español orientado al valor de las pensiones. Siga este [enlace](#) para obtener más información.

Le agradecemos su continuo apoyo. Seguimos creyendo que este es un gran momento para ser un inversor de valor y estamos muy ilusionados con las perspectivas a medio plazo de la cartera actual.

*Atentamente*



*Palm Harbour Capital*

*Esta información es comunicada por Palm Harbour Capital LLP, que está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Este material es solo informativo y no constituye una oferta o recomendación para comprar o vender ninguna inversión ni suscribirse a ningún servicio de gestión o asesoramiento de inversiones.*

*En relación con el Reino Unido, esta información solo está dirigida y solo puede distribuirse a personas que sean «profesionales de la inversión» (es decir, personas con experiencia profesional en asuntos relacionados con inversiones) según se definen en los artículos 19 y 49 de la Orden de 2001 sobre servicios y mercados financieros (promoción financiera) de 2000 y en los artículos 14 y 22 de la Ley de servicios y mercados financieros de 2000 (Promoción de planes de inversión colectiva) (Exención) de 2001 y/o a aquellas otras personas a las que se les permite recibir este documento en virtud de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000.*

*Cualquier inversión, actividad de inversión o actividad controlada a la que se refiera esta información solo está disponible para dichas personas y solo se llevará a cabo con dichas personas. Las personas que no tengan experiencia profesional no deben basarse en esta información ni actuar en función de ella, a menos que sean personas a las que se aplique cualquiera de los apartados (2)(a) a (d) del artículo 49, a las que se les pueda distribuir legalmente esta información.*

*Con la inversión, su capital está en riesgo y el valor de una inversión y los ingresos que genera pueden subir o bajar, pueden verse afectados por las variaciones del tipo de cambio y es posible que no recupere el importe invertido. Los resultados pasados no son necesariamente una guía para los resultados futuros y, cuando se citan los resultados pasados brutos, deben tenerse en cuenta los gastos de gestión de la inversión, así como los gastos de transacción, ya que estos afectarán a su rentabilidad. Las desgravaciones fiscales o los umbrales mencionados se basan en circunstancias personales y en la legislación vigente, que está sujeta a cambios.*

*No garantizamos que esta información, incluida la información de terceros, sea exacta o completa, por lo que no debe considerarse como tal. Las opiniones expresadas en el presente documento reflejan la opinión de Palm Harbour Capital LLP y están sujetas a cambios sin previo aviso. Ninguna parte de este documento puede reproducirse de ninguna manera sin el permiso por escrito de Palm Harbour Capital LLP; sin embargo, los destinatarios pueden transmitir este documento, pero solo a otras personas que entren dentro de esta categoría. Esta información debe leerse junto con la documentación pertinente del fondo, que puede incluir el folleto del fondo, el folleto simplificado o la documentación complementaria, y si no está seguro de si alguno de los productos y carteras presentados es la opción adecuada para usted, solicite asesoramiento financiero independiente proporcionado por terceros regulados.*