

Carta a los inversores

Tercer trimestre de 2026

“

Seguimos entendiendo la gestión como una actividad patrimonialista, de largo plazo, basada en análisis propio, disciplina, selección de compañías y alineación real de intereses

”

“

El Departamento de Gestión asume esta evolución con absoluta continuidad y con una estructura más sólida

”

En Zaragoza, a 20 de octubre de 2026.

Estimado partícipe,

El tercer trimestre de 2026 ha supuesto un periodo relevante para **Tesys Activos Financieros SGIIC**.

En la carta anterior explicábamos que el lanzamiento de **Tesys Value FI** suponía un paso significativo en la consolidación de nuestro proyecto como gestora independiente, al incorporar una segunda estrategia de renta variable internacional, descorrelacionada y complementaria con **Tesys Internacional FI**.

Este trimestre debemos hablar de consolidación, proceso y equipo.

La esencia de **Tesys Activos Financieros** no cambia. Seguimos invirtiendo junto a nuestros partícipes, no delante ni al margen de ellos. Seguimos entendiendo la gestión como una actividad patrimonialista, de largo plazo, basada en análisis propio, disciplina, selección de compañías y alineación real de intereses. Quienes formamos parte de la gestora mantenemos una parte muy significativa de nuestro patrimonio invertido en los fondos que gestionamos, y seguiremos incrementando esa inversión paulatinamente.

El lanzamiento de **Tesys Value FI** se enmarca en una evolución natural, meditada y coherente con nuestro crecimiento orgánico. Simultáneamente, la gestora avanza hacia un modelo de gestión compartida que se aglutina en nuestro **Departamento de Gestión**, apoyado en el trabajo de equipo, en la discusión interna, en el seguimiento recurrente de las compañías y en la supresión de los riesgos propios de una gestión unipersonal.

El **Departamento de Gestión**, que tengo el honor de dirigir, asume esta evolución con absoluta continuidad y con una estructura más sólida. Junto a mí, **César Sala**, presidente de la gestora, aporta su experiencia y visión global del proyecto; **Anibal San Miguel**, como *portfolio manager* de ambas estrategias, continúa liderando el rigor analítico, la disciplina en la valoración y filosofía empresarial; y **Tudor Stegaru**, incorporado durante este trimestre como analista, reforzará nuestra capacidad de análisis, seguimiento y contraste de ideas.

“

Nos encontramos en fase de implantación de herramientas avanzadas de IA que deberían permitirnos ser más eficientes tanto en tareas comerciales y de middle office como en análisis, seguimiento y gestión de las compañías de cartera

”

“

El entorno macroeconómico importa, pero no determina por sí solo el resultado de una cartera bien construida

”

A finales de 2026 o principios de 2027 se incorporará otro analista a nuestro equipo de gestión. Esta estructura nos permite avanzar hacia un modelo colegiado, transversal, robusto y eficiente, preservando siempre la filosofía de inversión de la gestora en cada estrategia.

Una gestora independiente como la nuestra debe crecer sin perder su esencia. No aspiramos a ser más grandes si eso nos hace menos rigurosos porque eso nos afecta a nosotros como principales partícipes que somos. Aspiramos a ser mejores gestores. Eso exige método, equipo, tecnología, humildad intelectual y una cultura interna en la que las ideas se defienden con argumentos, no con jerarquías.

En esta línea, **Tesys Activos Financieros** también se encuentra en fase de implantación de herramientas avanzadas de inteligencia artificial que deberían permitirnos ser más eficientes tanto en tareas comerciales y de *middle office* como en análisis, seguimiento y gestión de las compañías de cartera. La IA nos ayudará a automatizar procesos, ordenar información, detectar cambios relevantes, analizar documentación corporativa, comparar métricas, revisar transcripciones de resultados, controlar riesgos y liberar tiempo para aquello que realmente aporta valor: pensar mejor, analizar mejor y decidir mejor.

Conviene subrayarlo: el criterio inversor no se delega. La inteligencia artificial será una herramienta, no un sustituto de nuestra responsabilidad. Ningún modelo va a decidir por nosotros qué compañía comprar, qué precio pagar o cuándo vender. Pero sí puede ayudarnos a trabajar con un universo de más compañías, con más profundidad, con mayor velocidad y con menos carga operativa. En un mundo en el que la información crece de forma exponencial, la ventaja no estará en tener más datos, sino en saber separar lo importante de lo accesorio.

Un trimestre sostenido por los beneficios empresariales, pero condicionado por energía, tipos e inteligencia artificial

El tercer trimestre ha vuelto a demostrar que el entorno macroeconómico importa, pero no determina por sí solo el resultado de una cartera bien construida. La economía global ha seguido mostrando una resistencia razonable, aunque con señales claras de moderación. La OCDE señalaba en septiembre que el crecimiento mundial se había moderado en la primera mitad de 2026, aunque había resistido mejor de lo esperado en muchos países pese al impacto del conflicto en Oriente Medio; al mismo tiempo, destacaba que la actividad vinculada a la inteligencia artificial seguía apoyando la inversión, la producción y el comercio internacional.

El principal riesgo macro del trimestre ha seguido siendo la inflación. El conflicto en Oriente Medio y las tensiones en los mercados energéticos han mantenido la presión sobre petróleo, gas, costes de transporte y márgenes empresariales. La OCDE advertía también de que los precios de la energía habían vuelto a repuntar por las disrupciones en producción y exportaciones, añadiendo presión sobre precios al consumo y costes empresariales.

Los bancos centrales han respondido con una postura más restrictiva. En septiembre, la Reserva Federal elevó el rango objetivo de los tipos federales hasta el 3,75%-4,00%, señalando que la actividad económica seguía expandiéndose a un ritmo sólido, que el gasto doméstico era resistente, que la inversión de capital continuaba siendo robusta y que la inflación permanecía elevada. En Europa, el Banco Central Europeo elevó sus tres tipos de interés en 25 puntos básicos, situando la facilidad de depósito en el 2,50%, en un contexto en el que preveía

“

Ambas estrategias encajan muy bien y se complementan a la perfección dentro de una misma filosofía patrimonialista

”

“

El patrimonio de fondos de inversión nacionales se sitúa en 478.503 millones € con un crecimiento del 6,1% en lo que va de año

”

una inflación media del 3,0% en 2026 y un crecimiento de la zona euro del 0,9% para el conjunto del año.

Para nuestras carteras, este entorno tiene lecturas distintas. **Tesys Internacional FI** invierte en compañías globales de calidad, muchas de ellas líderes en tecnología, plataformas digitales, publicidad, comercio electrónico, software, salud, pagos e infraestructura financiera. En este tipo de compañías, el debate relevante no es solo si los tipos suben o bajan un cuarto de punto, sino si sus ventajas competitivas se mantienen, si sus inversiones en inteligencia artificial generan retornos adecuados, si son capaces de defender márgenes y si siguen asignando bien el capital.

En el caso de compañías como **Meta, Microsoft, Amazon, Alphabet o Shopify**, la inteligencia artificial es a la vez una oportunidad y una exigencia. Puede aumentar la productividad, mejorar productos, generar nuevos servicios y reforzar ecosistemas ya muy potentes. Pero también obliga a invertir mucho, competir más intensamente y justificar valoraciones exigentes. La propia OCDE advertía en septiembre que el desarrollo de la inteligencia artificial presenta riesgos al alza y a la baja: puede impulsar la productividad y el crecimiento, pero también existe el riesgo de que los retornos de la inversión tarden más en materializarse o decepcionen, especialmente si aparecen cuellos de botella en electricidad, semiconductores avanzados o financiación.

Tesys Value FI parte de una lógica diferente. Su cartera tiene un sesgo más europeo, más valor, más vinculada a compañías familiares, industriales, de nicho, holdings, consumo, automoción, transporte, turismo y situaciones donde el precio de mercado no refleja adecuadamente el valor intrínseco de las mismas. En este caso, los tipos de interés, los costes energéticos, el ciclo industrial europeo y el sesgo hacia compañías pequeñas y medianas tienen un impacto más directo en la valoración de corto plazo. Pero precisamente ahí puede estar la oportunidad: muchas de estas compañías ya descuentan escenarios exigentes, cotizan con múltiplos razonables y presentan balances, activos o accionistas de control que aportan margen de seguridad.

Durante el tercer trimestre hemos visto también una rotación interesante por estilos. Si tomamos como aproximación los índices MSCI World en dólares y con rentabilidad bruta a 30 de septiembre de 2026, el MSCI World Value avanzó un 3,97% en el trimestre, frente al 1,03% del MSCI World Quality y al 0,01% del MSCI World Growth. El MSCI World, por su parte, subió un 1,96% en el mismo periodo.

Estos datos sirven para recordar algo importante: el liderazgo de mercado cambia, las valoraciones importan y la diversificación entre estilos puede aportar valor. **Tesys Internacional** busca compañías de calidad capaces de componer capital durante muchos años. **Tesys Value** busca activos infravalorados, margen de seguridad y catalizadores que permitan que el valor aflore. Una estrategia mira más hacia la calidad compuesta en el tiempo; la otra, hacia la normalización del valor. En nuestra opinión, ambas encajan muy bien y se complementan a la perfección dentro de una misma filosofía patrimonialista.

Ahorro, inversión y coste de oportunidad

Más allá del comportamiento de los mercados, sigue siendo relevante observar cómo evoluciona el ahorro financiero en España. Según Inverco, el patrimonio de los fondos de inversión nacionales se situó en septiembre de 2026 en 478.503 millones de euros. Aunque en el mes se produjo una reducción del 0,8% por efecto conjunto de mercados y reembolsos, en el acumulado del año el patrimonio mantenía un incremento de 27.329 millones de euros, equivalente al

6,1%. Además, las suscripciones netas acumuladas en el año superaban los 10.650 millones de euros.

Dentro de ese contexto, la **renta variable internacional** sigue mostrando una **evolución destacada**. Inverco señalaba que los fondos de renta variable internacional registraron en septiembre una rentabilidad del 1,2% y acumulaban un 16,2% en el año, además de suscripciones netas positivas de 4.670 millones de euros en el conjunto de 2026, pese a haber experimentado ligeras salidas en el mes de septiembre.

Estos datos refuerzan una idea sobre la que insistimos con frecuencia: **ahorrar es imprescindible, pero no suficiente**. El ahorro que permanece indefinidamente inmóvil también está tomando una decisión, aunque parezca que no la toma. Está aceptando el coste de oportunidad de no participar en el crecimiento de buenos activos productivos. La liquidez tiene una función: aporta seguridad, opcionalidad y capacidad de reacción. Pero convertir la liquidez en una estrategia permanente puede ser una forma silenciosa de renunciar a la magia del interés compuesto.

La renta variable no es cómoda. Obliga a convivir con caídas, titulares negativos, valoraciones que se mueven cada día y periodos en los que incluso las mejores compañías son castigadas. Pero históricamente ha sido uno de los grandes motores de creación de patrimonio a largo plazo. El UBS Global Investment Returns Yearbook 2026, con datos desde 1900, muestra que las acciones han superado a bonos, letras e inflación en los mercados con historiales continuos, y que en Estados Unidos un dólar invertido en acciones en 1900 habría crecido hasta 124.854 dólares en términos nominales a cierre de 2025, frente a 284 dólares en bonos largos, 69 dólares en letras y 38 dólares del índice de inflación.

Esto no significa que cualquier inversión en bolsa sea buena, ni que cualquier precio sea aceptable. Significa que ser propietario de buenos negocios, comprados con criterio y mantenidos durante el tiempo suficiente, ha sido históricamente una de las formas más eficaces de aumentar el poder adquisitivo del patrimonio. El tiempo premia a quien posee buenos activos, pero castiga a quien confunde volatilidad con riesgo y precio con valor.

En este contexto, **seguimos defendiendo la gestión activa**. La gestión pasiva tiene ventajas evidentes: bajo coste, sencillez y diversificación inmediata. Pero un índice no distingue entre precio y valor; compra más de aquello que más pesa, y normalmente lo que más pesa es aquello que más ha subido. En mercados cada vez más concentrados, esta característica no es irrelevante.

La gestión activa solo tiene sentido si aporta algo diferente: análisis propio, selección exigente, disciplina en valoración, control de riesgos específicos, flexibilidad para no comprar aquello que no se entiende o que no compensa, y capacidad para invertir donde el mercado no está mirando. Para nosotros, gestionar activamente no significa moverse mucho. Significa construir carteras con intención, saber qué se posee, por qué se posee, qué riesgos se asumen y qué debe ocurrir para que el valor aflore.

A continuación, damos paso al comentario específico de cada fondo, donde se analizará con más detalle la evolución de las carteras, los principales movimientos y las oportunidades que identificamos actualmente.

Muchas gracias por su confianza.

Iván Ferrándiz Cámara
Director del Departamento de Gestión

“

El tiempo premia a quien posee buenos activos, pero castiga a quien confunde volatilidad con riesgo y precio con valor

”

Introducción a las estrategias de inversión

Con motivo del lanzamiento de Tesys Value, nos convertimos en la primera gestora española en ofrecer los dos principales estilos de inversión bursátil de manera diferenciada, dando la libertad al copartícipe de escoger que cantidad de cada uno añadir a su cartera. Este movimiento sin duda profesionaliza la gestión y ordena el proceso de inversión.

Como primera consecuencia, invertiremos desde Tesys Value en aquellas compañías vinculadas al factor valor en las que antes lo hacíamos a través de Tesys Internacional, concentrando así la exposición de este último en la calidad y el crecimiento.

Tesys Internacional FI ⁽¹⁾

Nuestro primer fondo por patrimonio gestionado y por *track record*, obtiene un 7,5% de rentabilidad en el tercer trimestre del año, lo que se traduce en un 4,9% en 2026 y un 63,3% desde el origen (17,6% anualizado). Como ha comentado Iván en la introducción, Tesys Internacional sigue una estrategia de inversión *quality-growth*, es decir, buscamos negocios con ventajas competitivas claras que operan en negocios de elevado crecimiento.

La inmensa mayoría de los negocios en los que invertimos son oligopolios globales con activos inimitables. Meta con redes sociales que el 60% de las personas con acceso a internet utiliza, Intercontinental Exchange con mercados gestionados que en suma rondan los 50 billones de dólares de capitalización o Visa con un volumen de pagos procesado de más de 16 billones de dólares. Por poner en relieve el orden de magnitud, el PIB de España es de 1,9 billones de dólares.

Lo destacable no es únicamente el tamaño, sino también el crecimiento en ventas. En el primer semestre de 2026, Meta crece al 30%, Intercontinental Exchange al 12,5% y Visa al 15,7%. En agregado, la cartera crece en ventas al 12,8% con retornos sobre el capital del 24,3%.

Movimientos del trimestre

A continuación, se detallan los principales cambios en cartera del tercer trimestre de 2026:

Incrementos

Siguiendo el proceso de invertir en compañías acordes a la filosofía del fondo, se ha incrementado el peso en tres compañías de elevada calidad que cotizan a niveles de valoración atractivos.

En primer lugar, **Intercontinental Exchange**, compañía propietaria de la bolsa de Nueva York, un negocio con importantes efectos de red y apalancamiento operativo. Las empresas del sector sufrieron correcciones en bolsa en la segunda mitad del ejercicio 2025, y desde entonces las valoraciones han recuperado niveles previos a la caída. Intercontinental Exchange se ha quedado rezagada en valoración, sin estar esto justificado por crecimientos o márgenes.

Otra compañía en la que se ha incrementado la posición ha sido **Uber**. La compañía cotiza a 16 veces beneficios, creciendo en beneficio operativo al 42% y con alta generación de caja. Esta contradicción se explica por un riesgo claro: el desarrollo del

	1 mes	-0,13%
	2 meses	+2,93%
	3 meses	+7,50%
	6 meses	+21,07%
	1 año	+6,12%
	2023*	+9,77%
	2024	+38,54%
	2025	+2,48%
	2026	+4,92%
	Desde inicio	+63,30%
	Rentabilidad anualizada	+17,57%

* Desde la constitución del fondo: 15/09/2023.

Datos correspondientes a Tesys Internacional FI (Clase A. ISIN ES0178573004).

“

La inmensa mayoría de los negocios en los que invertimos son oligopolios globales con activos inimitables

”

“

Lo destacable es el crecimiento en ventas de la cartera, que crece ventas al 12,8%, con retornos sobre el capital del 24,3%

”

robotaxi por parte de compañías que controlan la distribución, como el caso de Waymo en Alphabet (donde también somos accionistas). No obstante, creemos que el precio ya lo recoge, pues la cotización está en niveles ligeramente superiores a los de 2021, cuando el EBIT ha pasado, en estos cinco años, de -3.800 millones de dólares a 8.000 millones. Además, tenemos el negocio de delivery (reparto de comida a domicilio) el cual genera ya más de 4.000 millones de dólares en EBIT. A ello se suma la opcionalidad del negocio de logística.

Por último, se ha incrementado peso en **S&P Global**, compañía que ostenta una serie de negocios de elevada calidad, que al cotizar en conjunto el mercado penaliza. Se trata, en primer lugar, del negocio de ratings crediticios, donde opera en un oligopolio consolidado con márgenes crecientes; del negocio de índices, donde es propietaria de índices bursátiles como el S&P 500 o el Dow Jones; del negocio de energía; y, por último, del negocio de datos financieros. Todos ellos con ingresos recurrentes y buenas posiciones competitivas. Como en todas las inversiones, no todo es perfecto. El segmento de Market Intelligence podría verse afectado por el avance de la inteligencia artificial generativa, especialmente en lo que respecta al número de licencias y a determinadas funcionalidades de sus plataformas. Creemos que la propiedad de los datos constituye un activo valioso y una importante ventaja competitiva, pero seguiremos de cerca la evolución de este riesgo trimestre a trimestre.

Reducciones

En cuanto a reducciones de peso, comenzamos por **Vidrala**, compañía dedicada a la fabricación de envases de vidrio. El negocio es oligopolístico y, concretamente, Vidrala, se centra en pocos mercados (UK, Chile, Brasil e Iberia), donde tiene escala suficiente para batir en márgenes a la competencia. No obstante, la revalorización obtenida desde mínimos del año nos obliga a rotar hacia nuevas oportunidades. Además, al igual que ocurre con Semapa, consideramos que la inversión en Vidrala se debe, en cualquier caso, canalizar a través de Tesys Value.

También se ha reducido el peso en **Fortinet**. Igual que en Palo Alto Networks, la compañía ha experimentado una fuerte revalorización bursátil, impulsada por una revisión al alza de las expectativas de crecimiento. El desarrollo de la inteligencia artificial y la expansión de los centros de datos están incrementando las necesidades de infraestructura y ciberseguridad, lo que favorece la demanda de las soluciones de Fortinet. Por nuestra parte reducimos exposición y seguimos de cerca la evolución del sector.

Entradas

Por el lado de las entradas, **Copart** ha sido la única adquisición. La compañía acumula una caída en bolsa del 60% desde máximos, con motivo del menor volumen en vehículos asegurados, métrica de la que depende el negocio. Esto se refleja en un estancamiento en el crecimiento de los beneficios, y la consecuente caída en múltiplo desde 40 veces beneficios (donde se contenían grandes expectativas). El peso en cartera es muy reducido, por lo que monitorizaremos la evolución del negocio y en función de ello tomaremos las decisiones pertinentes.

Salidas

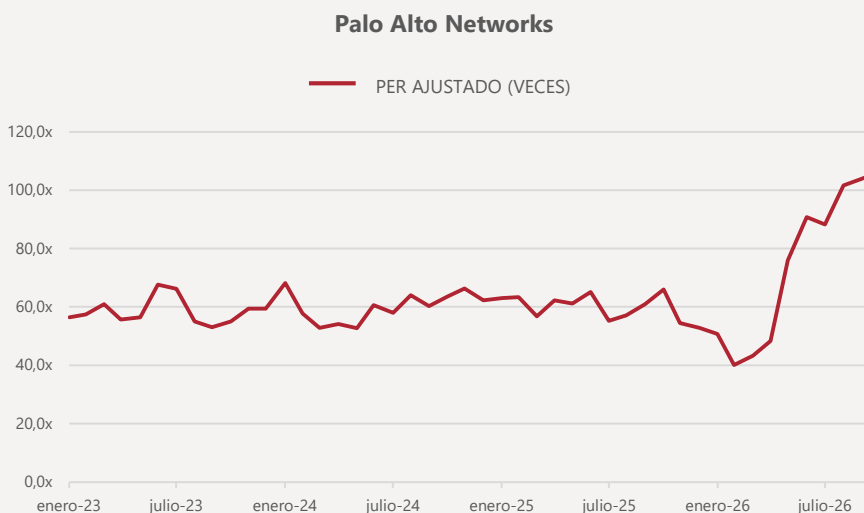
En lo que a desinversiones se refiere, se han acometido tres. En primer lugar, **Semapa**. Diría que es la más relevante no por importe sino por lo que representa. La venta de Semapa (holding familiar portugués), que a todas luces es una compañía value, refleja, como se ha introducido, el proceso de concentración de la cartera en compañías exclusivamente de calidad y crecimiento. Semapa forma parte de la cartera de Tesys Value, por lo que consideramos que a estos precios tiene sentido estar invertido.

“

Sale de cartera Palo Alto Networks, que ha multiplicado por cerca de tres veces su valor en bolsa en algo más de un año

”

A continuación, la venta de **Palo Alto Networks**. La compañía ha multiplicado por cerca de tres su valor en bolsa en algo más de un año, un crecimiento muy superior al de sus beneficios. Esta divergencia se explica, en parte, por las expectativas de crecimiento derivadas de su transformación hacia un modelo de ciberseguridad integrado, que abarca desde la seguridad de redes y la protección de dispositivos hasta la seguridad en la nube. A ello se suma la creciente adopción de la inteligencia artificial por parte de las empresas, que introduce nuevas vulnerabilidades y amplifica las amenazas existentes, incrementando así la necesidad de soluciones de ciberseguridad.

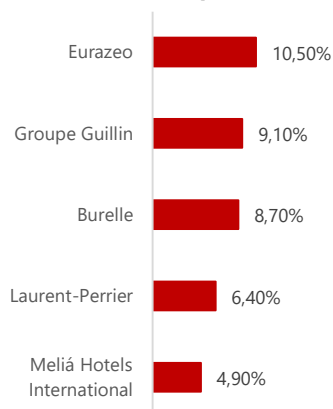


En último lugar y sin mayor trascendencia, hemos vendido la posición marginal que teníamos en **Mobility Global**, como consecuencia de la escisión acometida por S&P Global el pasado julio.

Tesys Value FI ⁽²⁾

El cierre del tercer trimestre del año coincide con el primer trimestre de *track record* de Tesys Value. El fondo ha obtenido una rentabilidad del -2,38% en el periodo, caída motivada fundamentalmente por el contexto macroeconómico: incremento en los costes de la energía sumado al incremento en los tipos de interés.

5 Primeras posiciones



La situación político-económica en Francia, donde tenemos un tercio de la cartera, no ayuda. El CAC 40 retrocede más de un 5% en el trimestre y la rentabilidad del bono a 10 años del Estado francés roza el 5%. No obstante, estamos convencidos de que el impacto que puede tener el déficit y la deuda pública en los beneficios empresariales es reducido: de nuestras participadas con sede en Francia se exporta cerca de un 80% de las ventas. Además, y como es bien sabido, **contextos de estrés e incomodidad son un terreno fértil para sembrar inversiones**. Francia es el primer mercado de Europa por capitalización bursátil, y en él cotizan compañías de gran calidad, como Hermès, L'Oréal o LVMH en el sector del lujo; Safran o Airbus en el sector aeronáutico; y Elis o Air Liquide en el sector de servicios industriales. Las caídas en valoraciones nos han motivado a buscar oportunidades en la región para ambos fondos.

Con motivo de la caída del valor liquidativo y de los rebalanceos, el potencial de Tesys Value a cierre de trimestre se sitúa por encima del 95%, frente a un potencial del 80% a cierre del trimestre anterior. Este es para nosotros el dato importante, pues el precio, a corto plazo, sigue a menudo lo que se conoce en estadística como “paseo aleatorio”, sin necesariamente obedecer a cuestiones fundamentales y con impacto real en los

“

El potencial Tesys Value a cierre de trimestre se sitúa por encima del 95%, frente a un potencial del 80% a cierre del trimestre anterior

”

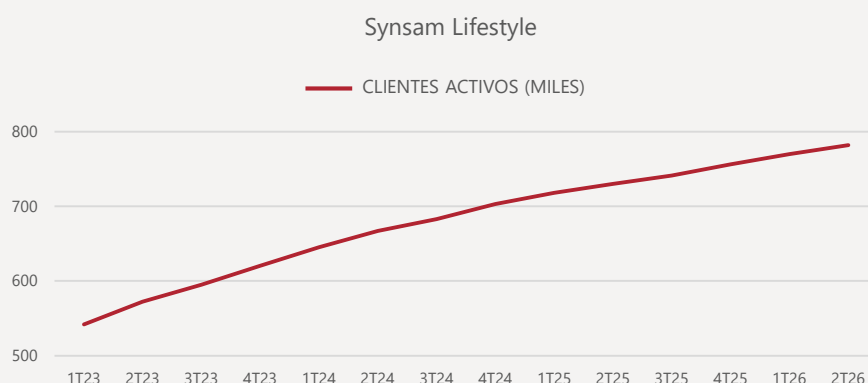
negocios. Comprar lo que sube, por el único motivo de que es “lo que sube”, es cómodo de contar, pero no tiene fundamento alguno: la subida pasada de la cotización no tiene poder explicativo sobre la futura. Por el contrario, lo que hacemos es comprar activos que consideramos infravalorados y esperar, siendo plenamente conscientes de que a largo plazo es lo acertado.

Movimientos del trimestre

A continuación, se detallan los principales cambios en cartera del tercer trimestre de 2026:

Incrementos

Por el lado de los incrementos de peso, hay que destacar cuatro. En primer lugar, los grupos ópticos **Synsam** y **Fielmann**. Las tesis permanecen intactas: envejecimiento poblacional que actúa como viento de cola, sumado a ventajas competitivas de escala, una gran oportunidad de consolidación del sector y una valoración atractiva. Ambas compañías crecen en beneficios, luego la caída desde la primera compra del -17% en el caso de Fielmann y del -8% en el caso de Synsam se debe exclusivamente a la contracción en múltiplo. Por dar números concretos, Synsam crece en beneficio operativo al 8,4% y cotiza a 10 veces beneficios.



Por otro lado, se ha incrementado la posición en **Meliá**, cadena de hoteles española que opera mediante tres vías: gestión, explotación y propiedad. A diferencia del caso de grandes grupos como Marriott o Hilton, donde el negocio core es la gestión, Meliá sigue teniendo una cartera de cuarenta hoteles en propiedad, cuyo valor, bajo supuestos conservadores, es significativamente mayor al valor de empresa total. En otras palabras, nos llevamos gratis parte del negocio de explotación y el negocio completo de gestión. Este último generó más de 160M€ de EBITDA en el 2025. El mercado reconoció gran parte del valor a inicios de año, pero como consecuencia de una serie de noticias que, en nuestra opinión, tienen un impacto bajo en la valoración, la acción correge un -17% desde el máximo del año.

Por último, el incremento en la posición de **D'Ieteren**, holding familiar belga con más de 200 años de historia, activos subyacentes de elevada calidad, e historial de creación de valor para el accionista contrastado. La suma de partes es superior al valor actual de la compañía, y consideramos que existe un catalizador clave para el corto plazo: la salida a bolsa de Belron, su principal activo, a inicios de 2027. Según el Financial Times, la horquilla de valoración se sitúa entre 30.000 y 40.000 millones de euros, que consideramos coherente si miramos las valoraciones a las que han entrado los últimos accionistas. Pese a que la operación está diseñada para dar liquidez a los minoritarios, creemos que tener un valor de referencia de su activo más significativo contribuirá a cerrar el descuento de valoración.

“

Entran en cartera Elopak, compañía dedicada a la producción de envases de cartón y Ferrari Group, que ofrece servicios de logística de bienes de lujo

”

Reducciones

Como es de imaginar, manteniendo la liquidez constante, para incrementar la ponderación de una inversión es necesario reducir la de otras. En esta línea, hay que destacar dos: **Azimut** y **Vidrala**. Consideramos que, en ambos casos, se trata de negocios de elevada calidad, que operan bajo regímenes de oligopolio ya consolidados, y con grandes ventajas competitivas. Por cuestiones de rendimiento relativo al conjunto de la cartera, y siguiendo el proceso natural de rebalanceo comentado, se ha decidido reducir la exposición a ambas compañías.

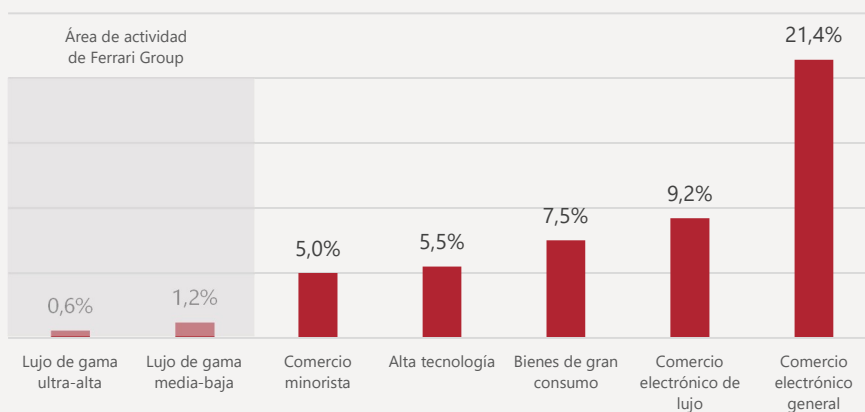
Entradas

Como parte del proceso de inversión, estamos permanentemente buscando nuevas oportunidades que incrementen el potencial de revalorización de la cartera. En este sentido, en el trimestre se han producido dos nuevas incorporaciones.

En primer lugar, **Elopak**, una compañía que se dedica a la producción de envases de cartón para leche y zumo. El negocio es oligopolístico: las tres principales compañías controlan el 70% del mercado europeo. Las barreras de entrada que enfrentan potenciales competidores son elevadas, puesto que es el fabricante del cartón es quien, en la mayoría de las ocasiones, provee también la máquina de llenado que utilizan los clientes. Es decir, existe un coste de cambio importante para el grupo alimentario porque cambiar de proveedor de envases implicaría renovar una parte importante de la base de activos. Además, si acudimos al mercado verificamos la tesis: SIG Group, que es una compañía que opera en el mismo nicho que Elopak, ha cotizado históricamente por encima de las 10 veces EBITDA con crecimientos de dígito sencillo bajo, lo que implica una elevada calidad. Consideramos que la valoración de Elopak es razonable por lo que decidimos invertir.

Ferrari Group ha sido la segunda incorporación. La compañía ofrece servicios de logística para bienes de lujo. El término “logística” tiende a asociarse a negocio sin grandes ventajas competitivas, pero conviene fijarse en el apellido. En este caso, el coste sobre el valor total es tan reducido (aproximadamente el 1%), y los costes tanto económicos como reputacionales de fallar son tan elevados para el cliente, que los grandes grupos priman la seguridad. En este sentido, Ferrari Group lleva 67 años en el sector, ganando contratos con las grandes firmas. Esta diferencia de modelos de negocio comentada, logística convencional contra logística de bienes de lujo, se refleja en los márgenes: una compañía convencional de logística tiene márgenes EBITDA que rondan el 10% y Ferrari Group supera el 25%. Consideramos que la valoración es atractiva por lo que se ha decidido construir una posición.

■ Coste logístico / valor del producto



Fuente: relación con inversores de Ferrari Group PLC

“

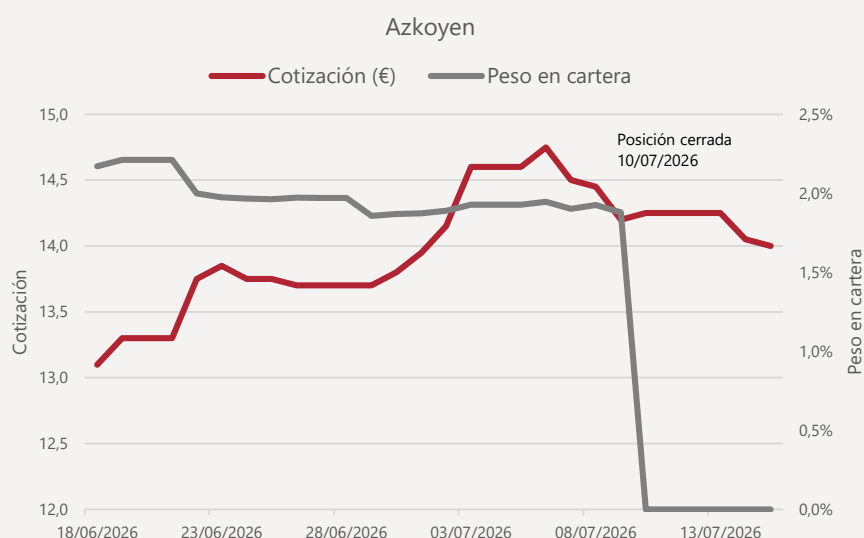
Las desinversiones en el periodo (Azkoyen, Puig Brands) demuestran nuestro compromiso constante de estar invertidos donde consideramos que hay más potencial

”

Salidas

En el trimestre y pese a tener algo más de tres meses de valor liquidativo, se han producido dos salidas. Esto demuestra nuestro compromiso constante de estar invertidos donde consideramos que hay más potencial, siendo un proceso dependiente del precio y no del tiempo que llevamos invertidos.

La primera desinversión ha sido **Azkoyen**, una compañía que formaba parte de la cartera inicial en junio, y que se dedica a la fabricación de máquinas *vending*, sistemas de pago y sistemas de control de acceso. Siempre hemos considerado que el mercado no asignaba el precio correcto a la acción y, como en muchas ocasiones ocurre, la cotización reflejó su valor razonable en un periodo de tiempo muy reducido. A finales de marzo el precio por acción se situaba en el entorno de los 8,8€, y nuestro valor objetivo se ha encontrado en el rango de 17,5€-18,5€. En julio se vendió toda la posición a un precio medio de 14,45€ por acción, cuando el potencial de ese momento no cumplía con nuestro margen de seguridad.



Por otro lado, se desinvirtió de **Puig Brands**, compañía dedicada a la fabricación de cosméticos de lujo, con gran atractivo inversor: marcas en propiedad, recurrencia en ventas y elevados márgenes. Seguimos creyendo que es una gran compañía, pero entró en cartera con un margen reducido y hemos decidido tomar beneficios y rotar la cartera hacia nuevas oportunidades.

En ambos casos seguimos de cerca la evolución de los negocios, pero permanecen en el banquillo hasta nuevas oportunidades.

Aníbal San Miguel Bielsa
Gestor de Fondos de Inversión

(1) El fondo TESYS INTERNACIONAL, FI (ISIN ES0178573004, ES0178573020 y ES0178573012) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 5796 y con fecha de inscripción: 15/09/2023 en la categoría de Fondo de Inversión. RENTA VARIABLE INTERNACIONAL. Nivel de riesgo es 4/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por TESYS ACTIVOS FINANCIEROS SGIIC, S.L. La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis, S.A. y la firma auditora del mismo es CAPITAL AUDITORS AND CONSULTANTS, S.L. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral, reglamento de gestión y CCAA). El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones en TESYS INTERNACIONAL, FI. Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora: <https://tesysaf.com/tesys-internacional-fi/> y en la página web de la CNMV: <https://www.cnmv.es>. La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Este documento no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en <https://www.tesysaf.com>.

(2) El fondo TESYS VALUE, FI (ISIN ES0178574002, ES0178574028 y ES0178574010) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 6064 y con fecha de inscripción: 12/06/2026 en la categoría de Fondo de Inversión. RENTA VARIABLE INTERNACIONAL. Nivel de riesgo es 4/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por TESYS ACTIVOS FINANCIEROS SGIIC, S.L. La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis, S.A. y la firma auditora del mismo es CAPITAL AUDITORS AND CONSULTANTS, S.L. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral, reglamento de gestión y CCAA). El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones en TESYS VALUE, FI. Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora: <https://tesysaf.com/tesys-value-fi/> y en la página web de la CNMV: <https://www.cnmv.es>. La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Este documento no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en <https://www.tesysaf.com>.

Tesys Activos Financieros, SGIIC, S.L. • CIF: B-88054945 • C/ Príncipe de Vergara 33, 2º dcha. Madrid • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 37.426, 130 Hoja M-667201 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 296. Tesys Activos Financieros se encuentra adscrita al Fondo de Garantía de Inversión (FOGAIN) y sujeta a supervisión por parte del Banco de España y de la CNMV.