



BUY & HOLD

GESTIÓN DE ACTIVOS

Carta Semestral a Inversores

II Semestre 2024



Estimados inversores,

Es nuestro deseo que las primeras líneas de nuestra Carta sean, una vez más, para **agradecerles su confianza al invertir en los fondos que gestionamos en Buy & Hold** y en los que, como saben, también **invertimos junto a ustedes**. Un agradecimiento que queremos transmitir tanto a aquellos que han entrado más recientemente en nuestros fondos como, muy especialmente, a quienes llevan más años junto a nosotros.

	2024	Inicio	TAE	
B&H Debt	+5,6%	+15,2%	+2,9%	Inicio 02/2020
 Gestor: Rafael Valera CITYVIRE / AAA				
Índice de Referencia (1)	+2,5%	-11,7%		
B&H Bonds	+8,3%	+43,3%	+4,1%	Inicio 12/2015
 Gestor: Rafael Valera CITYVIRE / AAA				
Índice de Referencia (2)	+4,7%	+11,0%		
B&H Flexible	+9,6%	+185,0%	+7,5%	Inicio 06/2010
 Gestor: Rafael Valera CITYVIRE / AAA				
Índice de Referencia (3)	+15,3%	+116,8%		
B&H Equity	+11,0%	+372,4%	+8,0%	Inicio 08/2004
Índice de Referencia (4)	+26,6%	+369,7%		

Rentabilidades a fecha 31/12/2024

Índices de Referencia

(1) Iboxx Euro Overall Total Return

(2) Bloomberg Euro Aggregate Corporate Bond

(3) 50% MSCI World net + 50% Bloomberg Euro Aggregate Corporate Bond | 25% MSCI World Net + 75% Barclays Euro Aggregate Corporate Bond 5-10 years hasta 03/2019

(4) MSCI World Total Return Net | MSCI Europe Total Return Net hasta 03/2019

Unos y otros habrán comprobado que, el pasado 2024, los mercados se han comportado de forma alcista tanto en renta variable como en renta fija. Este devenir, junto con nuestra cuidada selección de valores, ha permitido **continuar con la positiva evolución de nuestros fondos**, que han marcado **nuevos máximos históricos** en sus valores liquidativos y han obtenido rentabilidades acumuladas más que acordes con lo que comentábamos para cada una de nuestras estrategias en nuestra [Carta Semestral de hace un año](#).

El resultado de esta evolución al alza junto con la confianza de un creciente número de partícipes ha permitido que en Buy & Hold estemos empezando el año habiendo **superado la cota de los 700 millones de euros bajo gestión**. Esta cifra supone un crecimiento del 98% para nuestra gestora en el último ejercicio, muy por encima del incremento del 15% en volúmenes registrado por el conjunto del sector. Más notable todavía es la brecha a nuestro favor si se toman como referencia las cifras del segmento de las gestoras independientes. Y eso que el 2024 ha sido un **año récord** para la industria.

Todas estas cifras que hemos alcanzado son un orgullo para nosotros, pero también y sobre todo una **exigencia**. En este sentido, repetimos que nunca hemos tenido objetivos de patrimonio, solo de **rentabilidad para nuestros partícipes**. De aquí nace nuestra insistencia en dirigir la inversión teniendo muy en cuenta los horizontes temporales que aconsejamos para cada uno de nuestros fondos, ya que su cumplimiento permite obtener los mejores rendimientos y evitar movimientos de capital —fruto del nerviosismo o la euforia tras un bandazo cortoplacista del mercado— que terminan restando potencial a la inversión.

Los fundamentos de nuestra estrategia en renta fija

Un buen ejemplo de esto es lo ocurrido en las primeras semanas que cuentan ya de este 2025. A pesar de los vaivenes del mercado, **nos hemos mantenido con convencimiento en nuestras posiciones de inversión, aprovechando solo las oportunidades más claras** para rotar nuestras carteras en búsqueda de un mayor potencial para nuestros partícipes. Nada que no tuviéramos ya en el radar o nuestra hoja de ruta desde hace tiempo, evitando las improvisaciones que tantas veces hemos visto que llevan al error. Con frecuencia, de forma irrecuperable.

Tanto es así que ni en estas semanas ni en todo el año pasado, a pesar de las **dudas sobre el destino de la inflación** y los discursos a veces contradictorios sobre la senda a seguir por los **bancos centrales**, tomamos ningún derivado sobre tipos de interés para nuestras carteras de renta fija. Y tampoco hemos dirigido nuestra inversión por la quimera de jugar alguna curva de tipos. En su lugar, hemos aplicado nuestra estrategia de concienzudo análisis y minuciosa selección de valores.

Consideramos que nuestra tarea como gestores no está en arriesgar más y más con el objetivo de emular unas rentabilidades que anteriormente hemos conseguido con un riesgo más acotado. En su lugar, nuestro trabajo está en conseguir **mantener la senda alcista encadenada durante los últimos años** dando buenas rentabilidades para satisfacción nuestra y de nuestros partícipes, pero sabiendo que los activos están ahora más en precio.



B&H Debt: nuestro fondo más conservador ya está en Luxemburgo

En este contexto, nuestro B&H Deuda ha cumplido ya año y medio con la estrategia de invertir el **100% de su cartera en bonos *investment grade*** con la vocación de batir en 100 puntos básicos a la rentabilidad ofrecida por las letras del Tesoro Público a 12 meses. Y casi podríamos decir que estamos aún de [estreno de su versión luxemburguesa](#), **B&H Debt**, que vio la luz el pasado diciembre y acerca nuestra estrategia más conservadora a un mayor número de inversores.

A lo largo de este último semestre, **hemos llevado el fondo hacia su versión más cauta** ante las incertidumbres reinantes en torno a cómo el mercado iba a interpretar cada nuevo dato de inflación, cada cifra de crecimiento económico y cada declaración sobre una posible escalada arancelaria por parte de la administración Trump. Y lo hemos hecho, no con enrevesadas estrategias macro que nos parecen un brindis al sol o casi un ejercicio de quiromancia, sino con **un esmerado análisis y una dedicada selección de bonos**.

Con este escenario, los **bonos flotantes** -es decir, de tipo variable- se han convertido en un componente clave de la cartera de B&H Debt / B&H Deuda para minorar duraciones. Asimismo, algo más de un 25% de la cartera está invertida en **emisiones con calificaciones entre 'AA' y 'A'**

de vencimientos cortos que van a proporcionar mucha **estabilidad** al fondo. Entre los emisores que han entrado en la cartera del fondo con bonos de esta tipología, nombres como los estadounidenses **Wells Fargo**, **U.S. Bancorp** y **Citigroup**, Australia & New Zealand Banking Group (**ANZ Bank**) y el británico **Barclays**.

Después de haber sumado **un 13% en los dos últimos años** con nuestra ‘estrategia 0,0’ y unas volatilidades de solo el 1,4%, su predecible potencial de riesgos muy ajustados se seguirá renovando y nutriendo gracias a nuestra **gestión activa**. Con una duración media de cartera de 1,8 y una *yield* del 3,5%, confiamos en alcanzar rentabilidades por encima del 3% en el año en curso, batiendo —por tanto— a las letras del Tesoro.

No queremos dejar de señalar que en el último año este fondo B&H Debt / B&H Deuda ha visto más que **duplicado su patrimonio**, hasta rozar ya los 70 millones de euros, gracias a su buena evolución y la sostenida entrada de nuevos inversores.

B&H Bonds / B&H Renta Fija, en su versión de mayor calidad

Por su parte, nuestro fondo insignia de inversión en bonos B&H Bonds (y su réplica española B&H Renta Fija) ha conseguido **una rentabilidad acumulada del 21% en los dos últimos años**. Un rendimiento que, con una volatilidad escrupulosamente medida y unos riesgos muy bien acotados, supera a muchos fondos de bolsa considerados ‘de autor’, que exhiben sus ganancias como una hazaña pese a haberse quedado muy por debajo del impulso generalizado del mercado bursátil en este periodo.

Tanto es así que nuestro B&H Bonds / B&H Renta Fija **ha duplicado su tamaño en el último año**, hasta superar los 260 millones de euros en activos bajo gestión. Y fue en marzo del año pasado cuando anunciamos con alegría al mercado que acabábamos de rebasar [la frontera de los 100 millones de euros](#). Por el camino, hemos ido construyendo **la cartera más sólida y conservadora de su historia**, que ya abarca casi una década de trayectoria en la que ha aportado a sus partícipes una **rentabilidad anualizada (TAE) del 4%**. Actualmente, nuestro fondo cuenta con una duración media de cartera de 3,1 y una rentabilidad promedio del 5,6%.

Si bien es verdad que en Cartas anteriores hemos hecho afirmaciones similares sobre la solvencia de la cartera del fondo, lo cierto es que la progresiva contención de la inflación y las bajadas de tipos de interés oficiales ejecutadas en ambas orillas del Atlántico nos permiten aspirar a una rentabilidad todavía bastante atractiva a cambio de asumir un menor riesgo. Ya saben que nos gusta cuidar nuestros ahorros, que están invertidos junto a los suyos, por eso a un potencial de revalorización similar entre dos activos, tengan claro que **siempre elegiremos el de menor riesgo**.

Convencidos de la bondad de esta estrategia de gestión, hemos reducido parte del peso que desde hace dos años veníamos manteniendo en algunos bonos **subordinados de varias entidades financieras de reconocida solvencia**. En este sentido, aunque estas emisiones siguen suponiendo una parte significativa de nuestra cartera (aproximadamente un 18% de la cartera tanto en B&H Bonds / B&H Renta Fija como en B&H Flexible), hemos vendido aquellas que menor potencial de revalorización ofrecían al haber sido las que más rendimientos nos habían aportado desde nuestra entrada en ellas allá por la crisis del desaparecido Credit Suisse, en marzo de 2023.



En su lugar, hemos dedicado el capital a **construir nuevas posiciones** o reforzar aquellas en las que seguimos apreciando un mayor potencial a medio plazo. Una de las incorporaciones más recientes a nuestra cartera de renta fija ha sido **Mobico**, una compañía global líder en movilidad que, además, está haciendo grandes avances en soluciones sostenibles en este campo.

Los bonos de esta firma tienen calificación *investment grade* por Fitch Ratings y aportan una *yield* cercana al 5%. Además, esperamos que más pronto que tarde se vea recompensada en el mercado por la **activación del plan para reducir su apalancamiento** mediante la venta de algunos de sus activos menos estratégicos.

Argentina: una inversión con más certezas que riesgos



Otra de las posiciones que hemos estrenado en este último semestre es un bono soberano de **Argentina**. Quizá esta sea la inversión más llamativa para algunos de nuestros partícipes; sin embargo, sigue **una lógica que ya hemos probado anteriormente** con otras claras oportunidades del mercado en las que hemos obtenido **muy buenos resultados**: Desde nuestra entrada en subordinados del sector financiero en la crisis de Credit Suisse de 2023 (que ya hemos comentado un poco más arriba), pasando por la inversión en bonos de la Generalitat de Cataluña en octubre de 2017 (mientras se producía un intento de secesión en la región), hasta la compra de títulos de deuda emitidos por Garanti, la filial turca de BBVA en el año 2018 (cuando se desencadenó una brusca caída de la divisa local).

En esta ocasión, desde la distancia que tenemos con el país sudamericano, tenemos la convicción de que esta vez **el pueblo argentino está dispuesto en gran medida a apoyar las políticas** de su presidente, Javier Milei, para provocar un completo vuelco de la economía nacional. A diferencia de lo ocurrido en el mandato de **Mauricio Macri** (2015-2019), que verbalizaba una legión de reformas contando con todo el apoyo exterior y el aplauso de los mercados, pero luego no llegó a ejecutar por la falta de apoyo interno, **los indicadores económicos ya están certificando la efectividad de algunas medidas** aprobadas por la actual administración, así como un cierto cambio en la mentalidad y las percepciones de los argentinos.

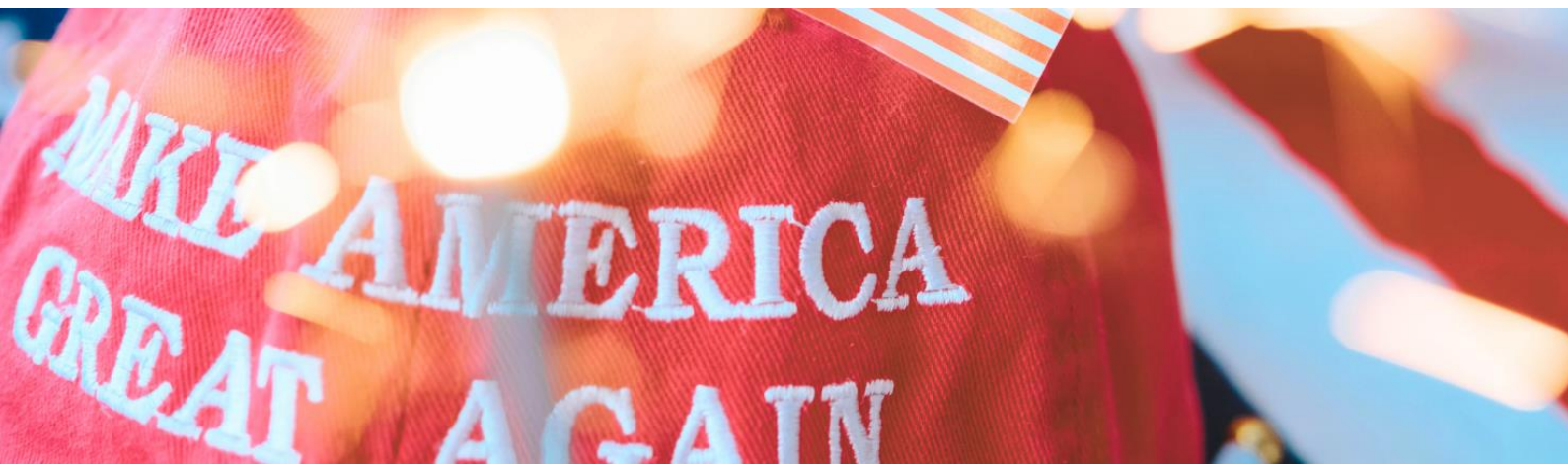
Por ahora, **Milei** ya ha conseguido llevar a Argentina a registrar su primer superávit fiscal en 14 años, a mejorar las ratios de pobreza muy rápidamente y a reducir las tasas de inflación a cifras de tres dígitos... ¡que en Europa **nos parecen brutales y lo son**, pero es que los argentinos venían de estar habituados a cuatro dígitos! Los análisis del Fondo Monetario Internacional (FMI), varios

bancos que han suscrito un nuevo préstamo sindicado para el país y agencias de rating crediticio como Moody's —que ha mejorado el rating del país sin descartar próximas subidas de nota— nos llevan a confiar en que en los próximos meses se va a seguir avanzando en esta senda, con el consiguiente impacto positivo para nuestra inversión.

En el peor de los mundos, las cosas podrían no ser tan sencillas y ágiles como hasta ahora y que las reformas iniciadas tardasen algo más en surtir el efecto esperado, pero la rentabilidad del bono **ya nos está pagando el riesgo que estamos asumiendo**. Por otra parte, el vencimiento del bono para 2035 distorsiona un poco la duración efectiva de nuestras carteras, pero en este caso no se trata de una posición de riesgo por su duración, sino que -como hemos explicado- aquí el tiempo pasa a favor del progreso económico iniciado en Argentina. Y, por tanto, **a nuestro favor**.



Las primeras compras de este bono, que actualmente supone cerca de un 4% de la cartera de B&H Bonds / B&H Renta Fija y un 7% de B&H Flexible, las ejecutamos el pasado noviembre, tras la victoria electoral de 'El Peluca'. Entonces, acumulamos cerca de la mitad del actual peso en cada uno de los fondos, mientras que el resto lo agregamos en el primer día de mercado de este 2025. A las primeras compras, **ya les ganamos una rentabilidad de más del 20%**.



A pesar de que esta pueda ser nuestra posición más táctica, nos parece de lejos mucho más sencillo adivinar qué va a pasar en la economía de Argentina en los próximos meses que determinar **dónde van a estar los tipos en EEUU**, qué va a ocurrir con los aranceles del comercio internacional o qué foco de inestabilidad geopolítica va a convertirse en el próximo cisne negro. Y es que no tenemos tan lejos el año 2018, cuando el recién regresado inquilino de la Casa Blanca, **Donald Trump**, movía el mercado a golpe de tuit.

Y, por si fuera poco... ¡ahora no está solo! En este mandato viene codo con codo junto a **Elon Musk**, que ha demostrado en reiteradas ocasiones que también **sabe mover los mercados con oportunos mensajes en la red social de su propiedad** al punto de haber llegado a ser investigado por ello por parte de la Comisión de Bolsa y Valores de EEUU (SEC, por sus siglas en inglés).

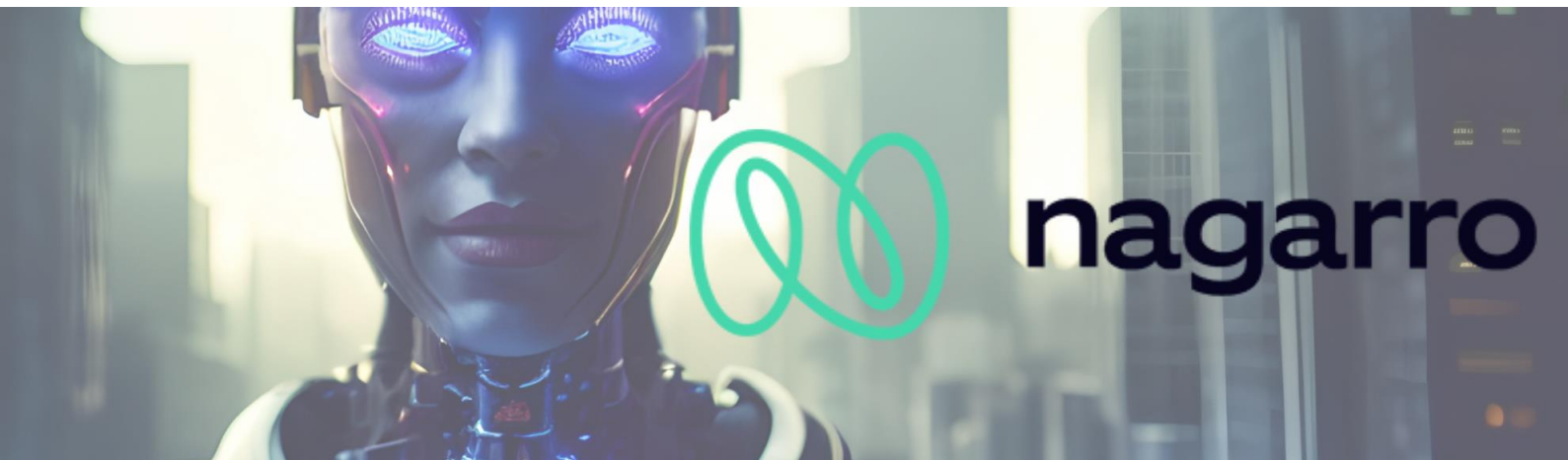
Ante este complejo escenario, **no pretendemos ser adivinos**. Es más, insistimos en que nunca lo hemos pretendido. Además, en el mundo de la inversión, en muchas ocasiones, lo correcto es no hacer nada. O casi nada. Esta frase, que puede parecer absurda o poco inteligente, realmente no lo es, pues llevarla a cabo conlleva en muchas ocasiones una gran sabiduría, convicción y una enorme capacidad para **mantenerse firme y no dejarse arrastrar por la masa**.

¿Por qué *smallcaps*? Las claves de nuestra estrategia en renta variable

En lo que respecta a la renta variable, la brecha entre la valoración de los valores de pequeña y mediana capitalización y los grandes valores estadounidenses no ha hecho más que aumentar en los últimos doce meses. También lo ha hecho la diferencia de valoración entre Europa y EEUU, incluso en empresas europeas de gran calidad y tamaño.

Muchos inversores se sentirán cansados después de tantos años de malos resultados en bolsa de las acciones de valores pequeños, pero es posible que estemos **al borde de un cambio en sentimiento**, como ocurrió a principios de la década de los 2000 (fin de la **burbuja de las puntocom**) y en el año 1973 (fin de la burbuja de las **Nifty Fifty**), para dar lugar a muchos años en los que la rentabilidad de las acciones de los valores pequeños fue muy superior a la de los grandes; a pesar de que —en términos generales— los valores de gran capitalización siguieron publicando buenos resultados.

La negatividad que percibimos en el sentimiento hacia los valores de pequeña capitalización es extraordinaria y el **optimismo** hacia los valores de gran capitalización es también sorprendente. Para ilustrar mejor esta brecha, a continuación, vamos a exponer tres ejemplos:



Nagarro: Es uno de los valores de pequeña capitalización (unos 1.100 millones de euros) que tenemos actualmente en nuestras carteras de renta variable. Tanto en **B&H Equity / B&H Acciones** como en **B&H Flexible**. Es una empresa que se dedica a prestar servicios de IT, especialmente relacionados con programación y desarrollo de software para empresas de cualquier sector. En otras palabras, trabaja en un sector muy similar al de Accenture, aunque

realmente no es un competidor por ser mucho más pequeña. En nuestra opinión, **el desarrollo de la Inteligencia Artificial (IA) supondrá a medio plazo un impulso a su facturación**, puesto que requerirá nuevos esfuerzos de adaptación y programación para hacer accesibles estos sistemas a sus clientes. De hecho, en los últimos resultados publicados hace un mes, Accenture ya indicó que veía aumentos en los pedidos por esta razón.

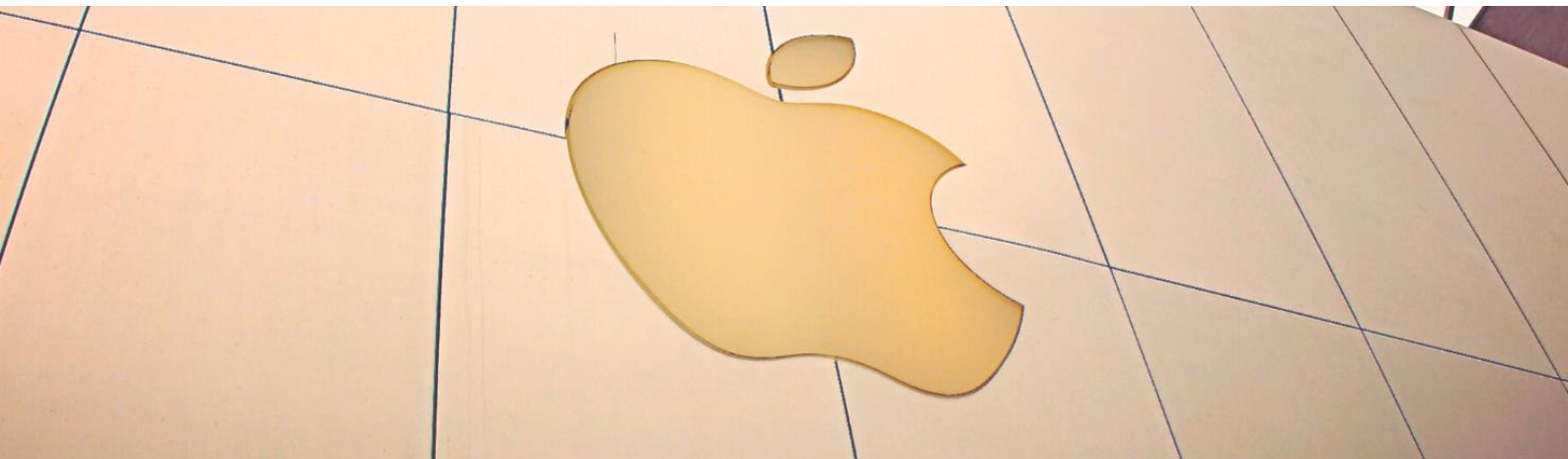
Desde la salida a bolsa de Nagarro a finales de 2020, **tanto las ventas como el beneficio por acción se han multiplicado** por más de dos veces hasta ahora, mientras que el precio de la acción está plano. Actualmente cotiza a 18 veces los beneficios de 2024, según las estimaciones de consenso.

El pasado jueves 23 de enero, la tecnológica hizo una comunicación indicando que **había finalizado las conversaciones para una posible compra** por Warburg Pincus; lo cual no era algo sin descontar en el mercado, pues la acción ya había perdido el 20% que subió dos meses antes tras publicarse la noticia del posible interés comprador del fondo de capital riesgo. De otro lado, la cotizada anunció que:

- Las ventas estimadas para este 2025, sin incluir adquisiciones, serían de 1.020-1.080 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 8% frente al ejercicio 2024.
- El margen Ebitda estimado aumentaría hasta un 14,5%-15,5% en 2025, lo que se traduce en un incremento Ebitda de aproximadamente el 20% respecto al año precedente.
- La compañía destinará 400 millones de euros a recomprar **acciones en los próximos tres años**. Esta cifra es equivalente a un 25% del volumen medio diario negociado en todas y cada una de las sesiones bursátiles de esos tres años (el máximo permitido legalmente), mientras que también supone más de un 35% de su actual capitalización bursátil.

El impacto matemático de esta recompra de acciones, si el precio de la acción no se mueve del nivel actual, sería equivalente a un **aumento del beneficio por acción del 55%** al final del periodo (descontados gastos financieros) y también a una TAE del 16% para los próximos tres años.

Pues bien, el día en el que Nagarro anunció todo esto, el precio por acción subió... únicamente un 2%!



Apple: Uno de los tan comentados ‘Siete Magníficos’ en el cual el sentimiento inversor es muy positivo. No necesita más presentación. Actualmente cotiza a 37 veces los beneficios de 2024.

A partir de una presentación a mediados del 2024 en la cual la compañía hablaba de los servicios de Inteligencia Artificial (IA) que iba a incorporar en sus **móviles** en los próximos años, el precio de la acción ascendió un 30% aproximadamente hasta el nivel actual, en torno a los 235 dólares. Sin embargo, durante la segunda mitad del año pasado, estas novedades no se tradujeron ni en un incremento significativo de ventas ni de resultados. Es más, debido al **retraso hasta la fecha para incorporar mejoras de IA** en China, las ventas de **iPhone** cayeron en este mercado un 11% en el último trimestre del año y un 1% a nivel global.

Somos conscientes de que se pueden dar muchos argumentos razonables para la diferencia de comportamiento entre ambos valores (Apple y Nagarro) ante noticias positivas o negativas. Por ejemplo, se podría argumentar que, aunque todavía no se haya dado un aumento de ventas en Apple, no significa que esto no vaya a ocurrir en los próximos meses, a medida que se vayan incorporando los esperados servicios de IA en los terminales, etc.

Sin embargo, pensamos que es significativo que, en los últimos cinco años, el beneficio por acción de Apple se haya duplicado, mientras que las ventas tan solo han aumentado un 50% y **el precio de la acción se ha quintuplicado**. También es significativo que uno de los principales accionistas en los últimos diez años, nada menos que don Warren Buffett, ha reducido su posición en este valor en dos terceras partes hasta noviembre del 2024.



El estallido de la IA... *made in China*

Nvidia: Es otro valor que no necesita presentación, del que ya hablamos en [nuestra anterior Carta Semestral](#) y que se disputa con Apple ser la empresa más grande del mundo por capitalización.

Hace pocos días salió la noticia que **DeepSeek**, una compañía de nacionalidad china, había sacado un sistema de lenguaje artificial que aparecía entre los primeros en las plataformas de descargas de EEUU, lo que indica que goza de una calidad similar a los grandes sistemas de **Open AI** o de **Meta**. Lo llamativo es que el coste de desarrollo de DeepSeek parece haber sido muy inferior. Sin entrar en una discusión sobre el coste real del sistema, puesto que hay mucha información contradictoria sobre este punto, lo que es indiscutible es que el precio al que la china se ofrece a los usuarios de pago es muy inferior a lo que cobran Open AI y otros. Un artículo de *Business Insider* habla de **un precio que es un 96% inferior** al servicio de pago de la estadounidense.

DeepSeek lanza **muchos interrogantes sobre la facturación a medio plazo y la sostenibilidad de los márgenes actuales** de Nvidia. Está claro que mejoras en eficiencia se traducen en mayor uso, en un mayor nivel de aplicaciones basadas en IA y, por tanto, en mayores volúmenes de ventas de unidades de procesamiento gráfico (**GPU**) en el futuro, pero ¿a qué precio? Según el consenso de *Bloomberg*, las ventas estimadas de Nvidia para el año fiscal 2026, que es nuestro año natural 2025, son de 196.000 millones de dólares, con **un margen operativo del 64%** (¡sí, han leído bien!). Además, hay que añadir las inversiones en inmuebles, centros de generación eléctrica, conexiones, cableado...

Fácilmente, podemos hablar de unas inversiones globales en IA de más de 500.000 millones de dólares en este año en curso, **una inversión equivalente a la mitad del PIB español**. ¿Es posible obtener en el futuro buenos retornos sobre el capital cuando se invierten estas cantidades ingentes de dinero y, sobre todo, cuando DeepSeek ha demostrado que se puede hacer todo de modo mucho más barato? Porque, además, hoy en día —dos años después de la aparición del modelo de lenguaje de Open AI—, no existen aplicaciones por la que los usuarios estén **dispuestos a pagar dinero de verdad** que pueda justificar las inversiones que se están haciendo. Y, si los precios unitarios de los GPU de Nvidia se minoran en línea con los nuevos sistemas de DeepSeek, ¿qué pasaría con la facturación y márgenes del gigante americano, por mucho que aumentasen los volúmenes de venta? Reconocemos nuestra ignorancia en el tema, y que podemos equivocarnos en lo que decimos, pero **vemos demasiados riesgos para invertir en una empresa cíclica**, que no está precisamente barata (con un PER 30 para el año natural 2025, según *Bloomberg*) y que ha multiplicado su capitalización bursátil por 10 en los últimos tres años.

Por amor a la brevedad, no vamos a seguir dando argumentos, pero sí que pensamos que actualmente **el mercado de pequeñas y medianas compañías ofrece mejores oportunidades** que muchas de las grandes empresas americanas que han tenido un desempeño extraordinario a lo largo de 2024. Y, de hecho, también opinamos lo mismo en gran medida para el mercado de valores europeos. En este caso, incluso al hablar de algunas empresas grandes y de gran calidad como **LVMH, ASML** y Novo Nordisk.

En consecuencia, es obvio señalar que durante 2024 hemos ido aumentando nuestra posición en valores de pequeña y mediana capitalización y en empresas europeas. De hecho, no solo hemos comprado más empresas pequeñas, sino que también **hemos iniciado una posición** en Novo Nordisk.



Novo Nordisk: con margen para volver a engordar mucho más

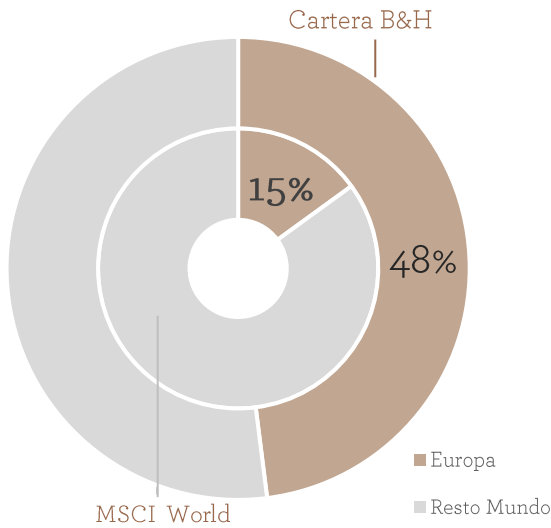
La danesa Novo Nordisk se disputa con el conglomerado del lujo LVMH ser la mayor empresa por capitalización europea. Está totalmente especializada en el sector de **tratamiento de la diabetes y la obesidad a nivel mundial**, en el que es el líder indiscutible. Lleva trabajando en esta área en los últimos 100 años, fabricando medicamentos como la **insulina**, que perdieron la patente hace un tiempo inmemorial y, aun así, dado el tamaño ingente de este mercado y la calidad y especialización de sus productos ha sido capaz de multiplicar el beneficio por acción 20 veces en los últimos 18 años, lo que se traduce en una TAE del 20%.

La compañía lanzó hace siete años un medicamento contra la obesidad, la semaglutida —entre cuyos nombres comerciales está el famoso **Ozempic**—, que previamente se había usado de forma muy eficaz contra la diabetes. Desde entonces, sus tasas de crecimiento han sido enormes y se han visto limitadas únicamente por **restricciones en la capacidad de fabricación**. A pesar de eso, el mercado lleva castigando la acción en los últimos doce meses por miedo a la competencia —especialmente a partir del año 2031, que es cuando vencen las patentes en EEUU y Europa— y también por temor a Tirzepatida, un medicamento comparable desarrollado por Ely Lilly que es marginalmente superior.

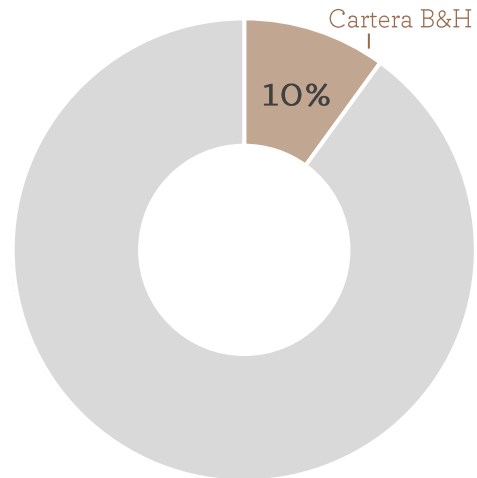
Esta posición la construimos, más concretamente, a finales del año pasado; después de la caída de la acción con la presentación de resultados de su nuevo fármaco **CagriSema**. Y solo tras haber seguido el valor desde hace mucho tiempo. El caso de inversión de Novo Nordisk es que con el mercado tan enorme al que se dirige —más de 1.000 millones de **personas obesas** en el mundo, sin cotar aquellas con sobrepeso, que pueden ser otras tantas—, la clarísima experiencia con que cuenta en este vertical médico y la excelencia técnica de fabricación, no tenemos duda de que los beneficios por acción seguirán aumentando para Novo Nordisk igual que lo han hecho en el pasado, aunque sin duda concurra una mayor competencia en el futuro. Actualmente, cotiza a 20 veces sus beneficios de 2025, lo que supone un multiplicador sustancialmente inferior al de cotizadas como Nvidia, Apple y Tesla, por ejemplo

También hemos aumentado la posición en las ya nombradas ASML y LVMH. Se trata, junto con la farmacéutica, de tres empresas grandes y de extraordinaria calidad que, sin embargo, acabaron las tres con rentabilidades negativas en 2024.

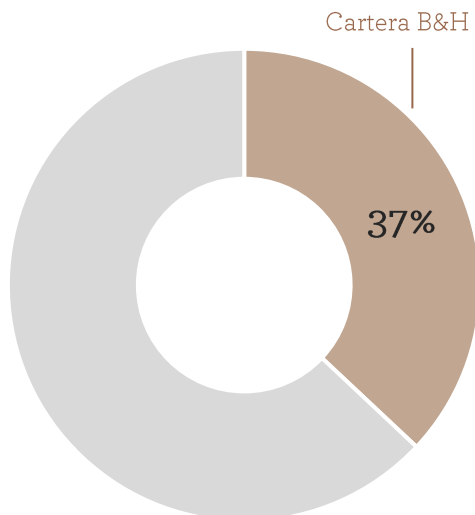
Porcentaje de cartera en Europa



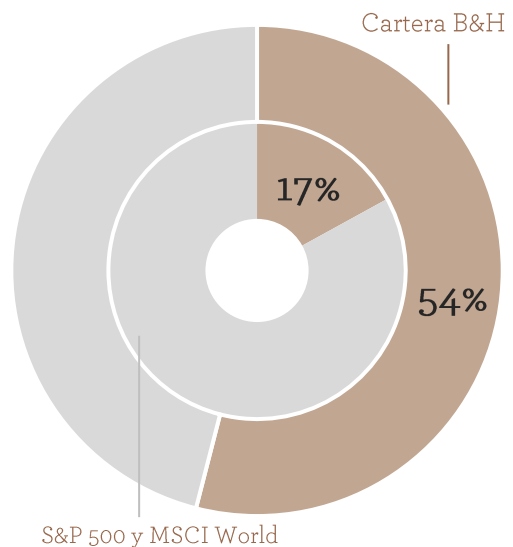
Porcentaje de cartera en ASML, LVMH y Novo Nordisk



Porcentaje de cartera *small & midcaps* con capitalización inferior a 10.000 millones



Porcentaje de cartera en valores con capitalización inferior a 75.000 millones



Así, las principales características de nuestra cartera actual son:

- **Europa** representa un 48% de nuestra cartera de renta variable, cuando el Viejo Continente apenas supone un peso del 15% en el índice MSCI World.
- Entre las **tres grandes empresas europeas de calidad** señaladas (ASML, LVMH y Novo Nordisk) sumamos un 10% de la cartera.

- En *small & midcaps*, entendidas como cotizadas con menos de 10.000 millones de dólares de capitalización, alcanzamos un 37% de la cartera...
- mientras que, en valores de capitalización menor a 75.000 millones de dólares, el peso sube hasta el 54% de la cartera; y este grupo de cotizadas solo representa un 17% de los índices S&P 500 y MSCI World.

Finalmente, como muestra del atractivo de nuestra cartera de renta variable, esta pequeña tabla recoge **nuestras estimaciones para las principales métricas de valoración** y retornos sobre el capital a tres años, que nos dan buena idea del potencial que le vemos actualmente. Es significativo, además, si comparamos estos números con las estimaciones proporcionadas por *Bloomberg* para el conjunto del índice S&P 500, que ponen en evidencia que el indicador americano está significativamente más caro (con un **PER** de 18,4 veces frente a 13,7 de nuestra cartera) y con retornos inferiores (ROE del 21,4% frente al 43% de nuestras posiciones).

Métricas de nuestra cartera renta variable	Media ponderada
FCF Yield ¹ a 3 años	10,1%
PER ² a 3 años	13,7x
ROE ³	43%
ROCE ⁴	31%
S&P 500: PER a 3 años	18,4x
S&P 500: ROE	21,4%

Estimaciones propias para nuestra cartera. | Consenso de Bloomberg para S&P 500.

(1) Free cash flow yield (Rendimiento del flujo de efectivo libre)

(2) Price-to-Earnings Ratio (Ratio precio/beneficio)

(3) Return on Equity (Rentabilidad sobre el patrimonio neto)

(4) Return on Capital Employed (Rentabilidad del capital invertido)

Concluimos aquí nuestra Carta Semestral agradeciéndoles, como siempre, su confianza. Sin ella, Buy & Hold no sería posible y menos aún **los hitos que estamos alcanzando juntos**. Con la vista siempre en el medio plazo, confiamos en que en nuestra siguiente Carta podamos volver a darles otra vez buenas noticias.

Julián Pascual
Presidente

Rafael Valera
Consejero Delegado

Antonio Aspas
Secretario



BUY & HOLD

GESTIÓN DE ACTIVOS

