



## **Carta Trimestral: Disciplina en un año sin premios**

Cuarto trimestre 2025



Estimado coinversor,

El fondo Silver Alpha Vision Equities cierra el año 2025 con una rentabilidad del -6,77% en su clase en euros. Esta evolución contrasta con el comportamiento de la cartera subyacente, que ha registrado una rentabilidad positiva del +5,72% en divisa dólar (USD), reflejando el impacto del tipo de cambio en el resultado en euros.

## 1. Escenario de mercado: un año incómodo para la inversión en calidad

2025 ha sido un año incómodo para la inversión en calidad, ha sido uno de esos años que ponen a prueba no solo a los mercados, sino a las convicciones de inversión a largo plazo. No ha sido un ejercicio dominado por el miedo a una recesión profunda, ni por un deterioro de los fundamentales empresariales, sino precisamente, por lo contrario: en un entorno de crecimiento razonablemente resistente, el mercado ha premiado de forma muy selectiva aquellos factores más direccionales, relegando a un segundo plano los atributos que históricamente han definido a las compañías de mayor calidad.

El resultado ha sido uno de los peores años relativos para el factor Quality desde la crisis financiera global. En Estados Unidos, el par *Quality long/short* ha registrado su peor

comportamiento desde 2009; en Europa, su evolución ha caído a niveles no vistos desde al menos 2007. Este patrón no es nuevo. En las fases posteriores a grandes shocks económicos, el mercado tiende a favorecer beta, volatilidad y expansión de múltiplos, penalizando estrategias disciplinadas y menos dependientes del ciclo.

### Comportamiento del factor Quality L/S en EE.UU.y Europa



Fuente. Bloomberg, MS Alpha.

## 2. Dispersión extrema

Pero este mal comportamiento no refleja un deterioro de los fundamentales empresariales. Refleja un mercado que, durante buena parte del año, ha dejado de discriminar entre calidad y no calidad generando una dispersión extrema en las valoraciones, dejando compañías de calidad cotizando a niveles históricamente bajos pese la solidez de sus fundamentales. Es muy importante recalcar, que, en este entorno, buscar cambiar nuestra exposición a aquellas estrategias o activos que lo hicieron bien, suele ser la receta para el fracaso.





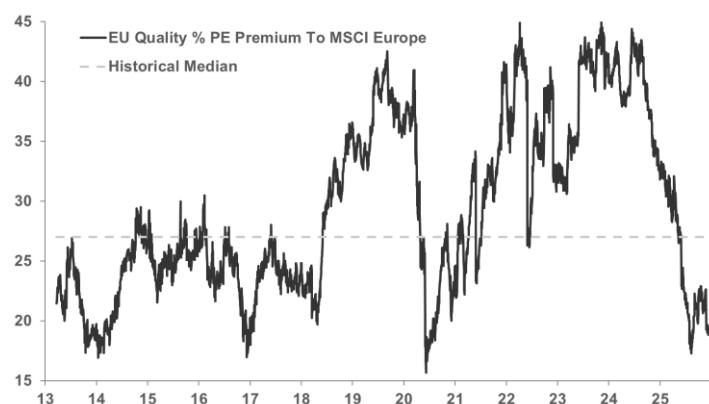
Detrás de este mal comportamiento no hay una única explicación, sino la confluencia de varios vientos en contra. En Europa, el sesgo estructural del Quality de no tener exposición en bancos — un sector que ha vivido un año excepcional — ha restado rentabilidad relativa. En Estados Unidos, la infraponderación en semiconductores y la sobreponderación en software ha resultado penalizadora en un ejercicio dominado por la inversión más direccional vinculado a la inteligencia artificial.

Sin embargo, incluso neutralizando el efecto sectorial, el factor Quality ha caído. El mercado no solo ha penalizado la composición; ha cambiado el criterio de lo que estaba dispuesto a pagar. En EE. UU., las compañías de menor calidad han sorprendido con un mayor crecimiento de beneficios a corto plazo, capturando flujos y eclipsando la sostenibilidad del crecimiento. En Europa, la diferencia ha sido aún más clara: mientras que las tendencias de beneficios entre compañías de alta y baja calidad han sido relativamente similares, las segundas han experimentado un *re-rating* cercano al 24%, frente a apenas un 7% en las acciones de mayor calidad. La prima de valoración del Quality se ha comprimido desde niveles cercanos al 45% hasta situarse por debajo del 20%, cerca de la parte baja de su rango histórico.

Lo que se denomina el *“paradigma de la calidad mal apreciada”* —es decir, el fenómeno por el cual mercados favorables al riesgo y a la volatilidad tienden a ignorar fundamentales

Sólidos ha dominado sin duda 2025. Nuestra estrategia busca la recurrencia a largo plazo, y sin lugar a dudas, el mercado volverá a preferir compañías como las que tenemos en cartera

## Evolución de la prima de valoración Quality vs Low Quality en Europa



Fuente: Bloomberg, Haver Analytics, MS Alpha

## 3. El impacto del dólar: un viento en contra coyuntural

A este entorno se ha sumado un elemento adicional clave en 2025: el comportamiento del dólar. La debilidad del dólar frente al euro ha actuado como un viento en contra para estrategias con sesgo global y elevada exposición a compañías de alta calidad denominadas en dólares. En un año donde el efecto divisa ha tenido un peso relevante en la rentabilidad en euros, este factor ha añadido ruido a la lectura de resultados a corto plazo, sin alterar en absoluto la capacidad de generación de valor intrínseco de los negocios subyacentes.





Este ha sido, en definitiva, un mercado direccional, no selectivo. Un mercado en el que los fundamentales han quedado temporalmente eclipsados por el posicionamiento.

## 4. Disciplina de inversión en un mercado direccional

Este ha sido, en definitiva, un mercado direccional, no selectivo. Un mercado en el que los fundamentales han quedado temporalmente eclipsados por el posicionamiento.

Frente a este ruido, lo que realmente distingue a una filosofía de inversión disciplinada de los ciclos pasajeros es la capacidad de adherirse al proceso, incluso cuando ese proceso no es el que está “liderando” en el corto plazo. En Silver Alpha Vision Equities hemos mantenido esa disciplina: invertir en compañías con ventajas competitivas duraderas, sólidos balances, generación de caja y una valoración que refleje un equilibrio adecuado entre precio y negocio. Esta convicción está motivada por el reconocimiento de que, a lo largo de los ciclos, el mercado termina premiando los fundamentales que otros han ignorado.

4



## 5. Comportamiento relativo y attribution del fondo

A lo largo de 2025, el fondo ha operado en un entorno adverso para el estilo, pero ha mostrado una evolución relativa más sólida que la de buena parte de su universo comparable. Frente a estrategias con mayor dependencia del *momentum* o de temáticas muy concentradas, Silver Alpha Vision Equities ha mantenido un perfil más equilibrado, apoyado en la selección de compañías y en el control del riesgo.

### Silver Alpha Vision Equities vs comparables en 2025



Fuente. Datos Bloomberg. Comparables: . Seilern International Fund, Fundsmith SICAV, GuardCap Fund

El análisis de attribution refuerza esta lectura. El comportamiento del fondo no ha dependido de una única posición ni de una apuesta táctica concreta, sino de la suma de decisiones consistentes a lo largo del tiempo: evitar negocios cuyo crecimiento dependía exclusivamente de expansión de múltiplos, limitar la exposición a factores extremos y priorizar compañías con visibilidad de beneficios, generación de caja y balances sólidos.





En un año como 2025, evitar errores estructurales ha sido una fuente de alfa tan relevante como acertar en las posiciones ganadoras.

## 6. Las posiciones en cartera: calidad aplicada

Esta filosofía se refleja también en el comportamiento de las principales posiciones en cartera. Compañías como Airbus, Microsoft, Rheinmetall, ASML o IDEXX ilustran bien este enfoque: negocios con ventajas competitivas claras, barreras de entrada elevadas y capacidad de adaptación en entornos complejos. No se trata de posiciones defensivas, sino de exposiciones selectivas a crecimiento de calidad, capaces de capturar valor cuando el ciclo lo permite. Ilustran el tipo de calidad que no se rinde ante ciclos temporales de preferencias de mercado, sino que construye valor a lo largo del tiempo.

### Contribución principales posiciones en cartera

5

Compañía	Peso %	Contribución pb
Airbus Se	4,48	112,23
Rheinmetall Ag	3,94	262,53
Microsoft Corp	3,24	4,76
Asml Holding Nv	2,83	106,61
Idexx Laboratories Inc	2,78	95,47

Fuente. Datos Bloomberg a 31/12/2025.

## 7. Mirada a largo plazo: cuando el ciclo se completa

Cuando ampliamos el horizonte y observamos la evolución a tres años, el ruido de corto plazo pierde relevancia. A lo largo de distintos regímenes de mercado, Silver Alpha Vision Equities ha mostrado una trayectoria consistente y una mayor capacidad de recuperación frente a episodios de estrés.

Frente a comparables, se hace evidente cómo las estrategias más dependientes del ciclo o del posicionamiento táctico tienden a perder tracción con el tiempo, mientras que la calidad bien construida mantiene el *compounding*.

### Silver Alpha Vision Equities vs comparables a 3 años



Fuente. Datos Bloomberg. Comparables: . Seilern International Fund, Fundsmith SICAV, GuardCap Fund





## 8. Conclusión: disciplina como ventaja competitiva

Desde Silver Alpha pensamos que el mensaje de fondo es claro. Confiamos en el resurgimiento del interés por la calidad no responda a una moda ni a una rotación táctica, sino a una consecuencia natural de un entorno más exigente: mayor coste del capital, menor tolerancia al error y una creciente dispersión entre compañías. En este contexto, atributos como el retorno sobre el capital, la solidez de márgenes y la sostenibilidad del beneficio vuelven a ser diferenciales.

Los factores que han dominado en 2025 no han “eliminado” la calidad, han temporalmente oscurecido su valor. En un entorno donde el mercado, tras períodos de entusiasmo, vuelve gradualmente a priorizar fundamentales, la calidad estructural vuelve a cobrar sentido y a demostrar su relevancia.

En Silver Alpha Vision Equities seguimos convencidos de que la verdadera ventaja competitiva no consiste en anticipar el factor del año, sino en aplicar disciplina, valoración rigurosa y selección de negocios sólidos a lo largo del tiempo.

Quedamos a su disposición para atender cualquier cuestión que estimen conveniente.

Un saludo

6

Javier Martín, CFA

CIO

