



SILVER ALPHA
ASSET MANAGEMENT

**Carta Trimestral: El
mercado siempre termina
distinguiendo**

Segundo trimestre 2026

Estimado coinversor,

Durante el periodo, el fondo Silver Alpha Vision Equities ha tenido un comportamiento positivo, cerrando el trimestre con una subida del 23,01% dejando el acumulado del ejercicio en un +9,46%.

Durante los últimos meses hemos asistido a una recuperación significativa de nuestra estrategia tras el fuerte ajuste experimentado en el primer trimestre del año. Aunque pueda parecer un simple cambio de sentimiento de mercado, creemos que este movimiento refleja una realidad mucho más interesante desde el punto de vista de la inversión.

Con frecuencia tendemos a interpretar las caídas bursátiles como un reflejo inmediato del deterioro de los negocios. Sin embargo, esa relación está lejos de ser perfecta. Los mercados financieros ajustan precios de forma continua, mientras que el valor de una compañía evoluciona mucho más lentamente. Esa diferencia de velocidad explica por qué, en determinados momentos del ciclo, el precio y el valor pueden separarse de forma significativa.

Precisamente eso es lo que, a nuestro juicio, ha ocurrido durante los últimos trimestres. Buena parte del comportamiento relativo de las estrategias de calidad no ha venido explicado por un deterioro de los fundamentales de las compañías, sino por una compresión de los múltiplos de valoración que el mercado estaba dispuesto a pagar por ellas.

Comprender esa diferencia resulta fundamental para interpretar correctamente tanto el periodo de underperformance como la recuperación posterior.

1. Cuando una caída no significa lo mismo

No todas las correcciones bursátiles responden a las mismas causas.

Existen caídas plenamente justificadas porque el negocio subyacente pierde valor. Una compañía puede enfrentarse a una reducción estructural de sus beneficios, perder cuota de mercado, ver deterioradas sus ventajas competitivas o asumir niveles de endeudamiento incompatibles con su capacidad de generación de caja. En estos casos, el descenso de la cotización refleja un cambio real en el valor económico de la empresa.

Sin embargo, existe un segundo tipo de corrección mucho menos evidente y, probablemente, mucho más frecuente de lo que suele percibirse. Se produce cuando el negocio mantiene intactos sus fundamentales, pero el mercado modifica el precio que está dispuesto a pagar por ellos.

En estos escenarios, los beneficios continúan creciendo, la generación de caja permanece sólida y la rentabilidad sobre el capital apenas cambia. Lo único que se reduce es la valoración relativa que el mercado asigna a esos flujos futuros.

Esa diferencia es especialmente importante porque, desde el punto de vista del inversor de largo plazo, ambas situaciones exigen respuestas completamente distintas. Mientras la primera obliga a replantear la tesis de inversión, la segunda puede representar una oportunidad para incrementar exposición a negocios cuyo valor intrínseco apenas ha variado.

2. La compresión de múltiplos: el verdadero protagonista del último año

Durante los últimos años, gran parte del comportamiento del mercado ha estado condicionado por un intenso proceso de normalización de valoraciones.

Tras varios ejercicios en los que determinadas compañías de elevada calidad llegaron a cotizar con primas históricamente elevadas, el mercado inició una revisión muy exigente de esos múltiplos. Este ajuste ha afectado de forma especialmente intensa a negocios con elevadas tasas de crecimiento, altos retornos sobre el capital y balances muy sólidos.

En el caso de una compañía cuyo precio cae un 25% mientras sus beneficios esperados crecen un 10% no ha perdido valor, ha perdido el precio que el mercado estaba dispuesto a pagar por ese valor. Son situaciones distintas que exigen lecturas

distintas. Para ilustrarlo con casos concretos de nuestra cartera: Moody's cotiza hoy en torno a 27 veces beneficios, frente a múltiplos superiores a 40 veces alcanzados durante el ciclo anterior. Una evolución similar encontramos en compañías como Tradeweb o MSCI, cuyos múltiplos se han reducido prácticamente a la mitad pese a que su capacidad de generación de caja, su posición competitiva y sus perspectivas de crecimiento permanecen prácticamente intactas.

Evolución PER Moodys



Evolución PER Tradeweb



Evolución PER MSCI



Conviene destacar que, pese al cambio de régimen, en muchos casos, este movimiento no vino acompañado de un deterioro equivalente en los fundamentales. Las expectativas de beneficios apenas cambiaron, la capacidad de generación de caja permaneció intacta y muchas compañías continuaron reforzando sus ventajas competitivas. Sin embargo, el mercado decidió valorar esos mismos negocios con un mayor nivel de exigencia.

3. Cuando el mercado vuelve a discriminar

El primer trimestre de 2026 volvió a poner de manifiesto una característica habitual de los mercados financieros: en momentos de elevada incertidumbre, los precios tienden a ajustarse

mucho más rápido que el valor de los negocios. Más allá del ruido macroeconómico, el principal movimiento del trimestre fue una intensa compresión de las valoraciones, que afectó especialmente a compañías de elevada calidad y crecimiento, incluso cuando sus fundamentales permanecían prácticamente intactos, como hemos comentado anteriormente. Nuestra estrategia no fue ajena a este proceso y registró una caída del 9%, en línea con el universo comparable.

Lo relevante, sin embargo, es lo que ha ocurrido después. Durante el segundo trimestre la estrategia ha recuperado un +21%, frente a avances del universo comparable que oscilaron entre el +3% y el +11%. Esta diferencia no responde a un cambio en los negocios que forman parte de la cartera, sus fundamentales, su generación de caja y sus ventajas competitivas eran en marzo exactamente los mismos que son hoy. Lo que ha cambiado es la disposición del mercado a reconocer ese valor: a medida que la incertidumbre inicial se ha disipado y los resultados empresariales han vuelto a ocupar el centro del análisis, el mercado ha recuperado su capacidad de discriminar entre compañías cuya calidad permanece intacta y aquellas cuyo deterioro sí resulta estructural.

Periodo	Silver Alpha	Comparables	Outperformance
YTD	+9.46%	-6.79%	+16.25pp
1A	+5.98%	-7.67%	+13.66pp
2A	+10.28%	-12.27%	+22.55pp
3A	+31.13%	-2.76%	+33.90pp

Las posiciones que más han contribuido a esta recuperación se concentraron en compañías expuestas al ciclo de inversión en infraestructura tecnológica (equipamiento de semiconductores, ciberseguridad, infraestructura de datos) así como en algunos negocios de consumo selectivo con ventajas competitivas muy diferenciadas. En todos los casos, la tesis de inversión no había cambiado durante los meses de mayor presión: lo que cambió fue la disposición del mercado a reconocer el valor que ya estaba ahí.

4. La consistencia como ventaja competitiva

Este tipo de episodios también deja una enseñanza importante sobre el propio proceso de inversión. Existe una paradoja recurrente en los mercados financieros. Los mayores errores de un inversor rara vez provienen de mantener una buena compañía durante un periodo de volatilidad. Con mucha más frecuencia nacen de abandonar un proceso solido precisamente cuando el mercado atraviesa una fase de mayor desconexión entre precio y valor.

La consistencia no consiste en mantener una cartera inmóvil ni en ignorar los cambios del entorno. Consiste en aplicar los mismos criterios de análisis independientemente del momento del ciclo, revisando constantemente si la tesis de inversión continúa siendo válida y diferenciando cuidadosamente entre una caída del negocio y una caída de su valoración.

En Silver Alpha Vision Equities seguimos convencidos de que la creación de valor a largo plazo depende mucho más de esa disciplina que de la capacidad para anticipar el próximo movimiento del mercado.

Los precios seguirán atravesando fases de euforia y de pesimismo. Las valoraciones continuarán expandiéndose y contrayéndose a lo largo del ciclo. Nuestra labor consiste en mantener el foco sobre aquello que cambia mucho más despacio: la calidad de los negocios, su capacidad para generar valor y el precio que pagamos por participar en ese crecimiento.

Gracias por su confianza,

Javier Martín, CFA
CIO



SILVER ALPHA

ASSET MANAGEMENT