2026
NEWSLETTER



TEN VALUE

www.tenvalue.com

Estimado inversor a largo plazo:

Hacemos cosas sencillas de forma repetida en el tiempo. Precisamente por eso, nos alegra poder comenzar esta newsletter de 2026 prácticamente con las mismas palabras con las que comenzamos la del año pasado. La filosofía no ha cambiado; el mercado empieza a reconocer cada vez más el valor de la consistencia de resultados.

No va de nosotros, va sobre creadores de valor. No va de tecnología, va de personas y confianza. Va de empresas cotizadas que consideramos que tienen buenos negocios, buenos equipos directivos y que cotizan a un precio que creemos atractivo. Va de gestores de fondos que destacan en nichos específicos.

Airbnb muestra casas. Netflix, películas. Tenvalue muestra creadores de valor.

Compartimos información sobre gestores de fondos de renta variable de entidades con sede en Europa que han demostrado una trayectoria de generación de valor a largo plazo y que, tras superar un proceso de análisis exigente, han obtenido nuestra calificación. También identificamos gestoras y profesionales que destacan en determinados nichos, donde el conocimiento y la especialización pueden marcar una diferencia.

Menos del 15% de los fondos activos han conseguido superar a sus índices a largo plazo. Entre las gestoras que aparecen actualmente en Tenvalue, la mayoría ha superado a sus respectivos índices desde que se muestran en la web, tomando como referencia sus principales fondos. Esto refleja precisamente el objetivo de nuestro proceso: identificar a aquellos profesionales que han demostrado una capacidad consistente para generar valor a largo plazo.

En nuestra carta del año pasado hablamos sobre España como la Omaha de Europa e incluimos a varios gestores españoles en el índice de la gestión activa. Como ejemplo, dentro de la categoría de renta variable global, los gestores de SIA, Cobas, Azvalor y A&G han logrado una rentabilidad media del 46,48% desde el lanzamiento del índice frente al 32,32% del MSCI World, Net, durante el mismo periodo*.

La labor del asesor o del inversor es decidir qué combinación tiene sentido para cada cartera: qué porcentaje asignar a inversión activa o pasiva, qué estilos de inversión combinar y qué profesionales seguir en cada categoría y zona geográfica. Nuestro objetivo es facilitar ese trabajo, no sustituirlo.

Por otro lado, simplificamos y distribuimos información sobre empresas que cuentan con buenos negocios, buenos equipos directivos y un precio que consideramos atractivo.

Desde finales del año pasado, el número de empresas cotizadas en nuestra plataforma ha crecido cerca de un 100%, sobre una base que empieza a dejar de ser pequeña. Al mismo tiempo, seguimos trabajando para simplificar información que anteriormente podía requerir semanas de trabajo, de forma que pueda entenderse rápidamente. En este proceso contamos también con el apoyo de las propias compañías.

La selección de compañías también está empezando a mostrar resultados. Hay casos como Libertas 7 o Atalaya Mining, cuyas acciones se han multiplicado por casi tres veces en los últimos dos años desde que se muestran en la web de Tenvalue y en los que seguimos viendo valor.

*Datos a 29 de octubre de 2026

Cada vez es más sencillo tener un buen conocimiento sobre más negocios. A partir de ahí, corresponde al inversor o al gestor decidir cuáles cumplen sus criterios y qué sectores, temáticas o compañías encajan en su cartera.

En fondos activos de renta variable, mercado en el que nos hemos especializado, no necesitas conocer todos los fondos, sino que puedes empezar por aquellos que aparecen en la plataforma al haber logrado nuestra calificación y haber superado un filtro exigente.

Con respecto a las empresas cotizadas, inicialmente nos hemos centrado en empresas pequeñas españolas y suizas. Dos nichos donde vemos muchas ineficiencias de mercado. España cuenta con empresas y empresarios extraordinarios, mientras que Suiza destaca por su estabilidad institucional y por la calidad de muchas de sus empresas. Creemos que ambos mercados ofrecen un terreno especialmente interesante para inversores dispuestos a dedicar tiempo a analizar negocios, equipos directivos y valoraciones.

Al simplificar información, permitimos a los inversores poder seguir más compañías. Las compañías logran tener más visibilidad y Tenvalue crece, por lo que podemos seguir mejorando la información. Creemos que esto genera un círculo virtuoso: los inversores pueden seguir más compañías y gestores con menos esfuerzo, las compañías de calidad pueden ganar visibilidad ante una comunidad de inversores más amplia; y Tenvalue puede seguir creciendo e invirtiendo en mejorar la información disponible. Las tres partes se benefician: los inversores, las entidades que mostramos y Tenvalue.

Tras nuestra III Conferencia Anual, celebrada en Madrid el pasado 22 de septiembre, el próximo 19 de noviembre celebraremos una nueva conferencia en la sede de SIX, la bolsa de Suiza. Son encuentros que permiten acercar a inversores, gestores y compañías y, sobre todo, compartir conocimiento con quienes comparten una misma forma de entender la inversión.

Seguiremos con el foco en buenas gestoras, por un lado, y en buenos negocios, con buenos equipos directivos y que cotizan a un precio que consideramos atractivo, por otro. Va sobre creadores de valor.

Esperamos que esta información resulte de interés.

Atentamente,

El Equipo Tenvalue

Aviso Legal: Este documento ha sido elaborado por Tenvalue Platform, S.L. (en adelante, "Tenvalue"). Tenvalue no garantiza el valor real que pueda recibirse en relación con una transacción, ni los efectos legales, fiscales o contables de su realización. Salvo que se indique expresamente en este documento, la información aquí contenida no considera los efectos de una posible transacción que implique un cambio de control real o potencial, lo cual podría tener importantes repercusiones en la valoración y otros aspectos. Este documento tiene como único fin proporcionar información general y no pretende servir de base para ninguna decisión de inversión. No se otorga ninguna garantía (expresa o implícita), y no se debe confiar en la información aquí contenida. No se acepta responsabilidad alguna por errores, omisiones o inexactitudes en este documento. Por consiguiente, ni Tenvalue, ni sus propietarios, ni ninguno de sus directores o empleados asumen responsabilidad alguna derivada del uso de este documento. Al aceptar este documento, usted acepta quedar vinculado por las condiciones y limitaciones anteriores.

EL ÍNDICE DE LA GESTIÓN ACTIVA*

En nuestra conferencia anual celebrada el 16 de junio de 2025, anunciamos el lanzamiento del Índice de Referencia de Gestión Activa.

El concepto es muy sencillo: seleccionamos fondos de gestores que siguen diferentes estilos dentro de la inversión en valor (que consiste en tratar de comprar empresas que cotizan a un precio inferior a su valor estimado) y que han demostrado su capacidad para gestionar con éxito a largo plazo.

Resulta curioso que, en España, en 2020, se hablara continuamente de los malos resultados de la inversión en valor, mientras que en Inglaterra y otros mercados, muchos titulares de prensa indicaban que 2020 había sido el año de la gestión activa.

¿Por qué? Porque los mercados se mueven a bloques. En 2020, con el COVID, las empresas más cíclicas y con sesgo industrial, en las que algunos de los gestores más conocidos de España tenían una exposición significativa, sufrieron fuertes caídas. Otros sectores, como el de salud y el tecnológico, tuvieron un mejor desempeño, sectores en los que los gestores activos más prestigiosos de Inglaterra tenían una exposición elevada.

En 2022, ocurrió lo contrario tras la recuperación post-COVID... Mientras que en Inglaterra la prensa informaba de que el sentimiento hacia la gestión activa se había vuelto muy negativo, en España se hablaba de un resurgimiento de la inversión en valor.

Hemos lanzado un índice para medir la evolución real de la gestión activa de calidad, añadiendo unos pocos gestores en cada estilo de gestión dentro de la inversión en valor. Consideramos la rentabilidad de todos los fondos con la misma ponderación y añadimos la rentabilidad de un índice pasivo basado en el porcentaje promedio de liquidez que los fondos mantuvieron durante el período.

***Datos a 29 de octubre de 2026**

Tenvalue Global Benchmark

Cobas Selección, Azvalor Internacional, A&G DIP – Paradigma Value Catalyst Equity, Long Term Investment Fund Classic, Quantex Global Value Fund, Fundsmith Equity Fund, WS Blue Whale Growth Fund y Baillie Gifford Long Term Global Growth.

Evolución del índice Tenvalue Global Benchmark desde el 16 junio, 2025, al 29 de octubre, 2026: 33,36%.

Tenvalue Europe Benchmark

Cobas Selección, Azvalor Internacional, BDL Convictions, Long Term Investment Fund Classic, Magallanes European, Blackrock Euro Markets Fund, Baillie Gifford European Fund y Comgest Growth Europe.

Evolución del índice Tenvalue Europe Benchmark desde el 16 junio, 2025, al 29 de octubre, 2026: 21,11%.

Tenvalue Global Small Caps Benchmark

Cobas LUX SICAV - Palm Harbour Global Value, Lightrock Global Small Small Cap, Squad Point Five y Baillie Gifford Worldwide Discovery Fund.

Evolución del índice Tenvalue Global Small Caps Benchmark desde el 16 junio, 2025, al 29 de octubre, 2026: 31,36%.

Tenvalue Europe Small Caps Benchmark

Cobas LUX SICAV - Palm Harbour Global Value, Incometric Equam Global Value, E.I. Sturdza Funds - Strategic European Silver Stars Funds, Indépendance AM, Valentum, Comgest Growth Europe Smaller y Abrdn European Smaller.

Evolución del índice Tenvalue Europe Small Caps Benchmark desde el 16 junio, 2025, al 29 de octubre, 2026: 14,8%.

Gestores con calificación AAA, AA y A:

REINO UNIDO

Abrdn	Andrew Paisley	Pequeñas compañías europeas	AAA
Aberforth	Euan Macdonald	Pequeñas compañías, Reino Unido	AAA
Aegon	Audrey Ryan	Reino Unido	AAA
Alken	Nikolas Walewski	Europa	AAA
	Marc Festa	Europa	AAA
AllianceBernstein	Vinay Thapar	Salud, global	AAA
	Thorsten Winkelmann	Europa	AAA
Allianz Global Investors	Stefan Dudacy	Pequeñas compañías, Alemania	AA
	Stuart Winchester	Asia	AAA
Amati	Paul Jourdan	Pequeñas compañías, Reino Unido	AAA
	Georges Lequime	Recursos naturales	AAA
Artemis	Philip Wolstencroft	Europa	AAA
	Adrian Frost	Reino Unido	AAA
	Ed Legget	Reino Unido	AAA
	Nick Shenton	Reino Unido	AAA
	Ambrose Faulks	Reino Unido	AA
	Andy Marsh	Reino Unido	AA
	Mark Niznik	Pequeñas compañías, Reino Unido	AAA
	Raheel Altaf	Mercados emergentes	AAA
	Jacob de Tusch-Lec	Global	AAA
	James Davidson	Global	AA
Newton Investment Management	David Cumming	Reino Unido	AAA
AXA	Chris St John	Medianas compañías, Reino Unido	
	Chisako Hardie	Japón	
Brickwood Asset Management	Kevin Murphy	Reino Unido	AAA
Baillie Gifford	Tom Slater	Global	AAA
	Gary Robinson	Estados Unidos	AAA
	Hellen Xiong	Estados Unidos	AAA
	Douglas Brodie	Pequeñas compañías, global	AAA
	Iain McCombie	Global	AAA
	Mark Urquhart	Global	AAA
	Mike Gush	China	AAA
	Malcolm MacColl	Global	AAA
	Tom Walsh	Global	AAA
	Sophie Earnshaw	China	AAA

Aviso legal: Este documento ha sido elaborado por Tenvalue Platform, S.L. (en adelante, "Tenvalue"). Tenvalue no realiza manifestación alguna sobre el valor real que pueda obtenerse en relación con una operación, ni sobre los efectos legales, fiscales o contables de la ejecución de una operación. Salvo que se indique expresamente en el presente documento, la información contenida en él no tiene en cuenta los efectos de una posible operación que implique un cambio de control real o potencial, lo cual puede tener efectos significativos sobre la valoración y de otro tipo. Este documento tiene como único fin proporcionar información general y no pretende servir de base para ninguna decisión de inversión. No se otorga ninguna declaración ni garantía (expresa o implícita), no debe confiarse en la información contenida en este documento y no se acepta responsabilidad alguna por los errores, omisiones o inexactitudes que contenga. En consecuencia, ni Tenvalue, ni sus propietarios, ni ninguno de sus consejeros o empleados aceptan responsabilidad alguna derivada del uso de este documento. Al aceptar este documento, usted acepta quedar vinculado por las condiciones y limitaciones anteriores.

Blackrock	Alister Hibbert	Europa	**AAA**
	Michael Constantis	Europa	**AAA**
	Brian Hall	Europa	**AAA**
	Erin Xie	Salud, global	**AAA**
Brown Advisory	Nick Kirrage	Global	**AAA**
Chelverton	James Baker	Reino Unido	**AAA**
Columbia Threadneedle	David Dudding	Global	**AAA**
Chelverton	Dale Robertson	Europa	**AA**
	Gareth Rudd	Europa	**AA**
Ennismore	Geoff Oldfield	Pequeñas compañías, Europa	
Fidelity	Fabio Riccelli	Europa	**AAA**
	Dhananjay Phadnis	Asia	**AAA**
	Teera Chanpongsang	Asia	**AAA**
	Sam Morse	Europa	**AAA**
	Nitin Bajaj	Asia, pequeñas compañías	**AAA**
	Daniel Roberts	Global	**AAA**
	Alex Wright	Reino Unido	**AAA**
	Jonathan Winton	Reino Unido	**AAA**
	Anthony Srom	Asia	**AAA**
	Nick Price	Mercados emergentes, Oriente Medio y Asia	**AAA**
	Tom Record	Global	**AAA**
Fiera Capital	Stefan Botthcer	Mercados frontera	**AAA**
	Dominic Bokor-Ingram	Mercados frontera	**AAA**
Findely Park	Anthony Kingsley	Estados Unidos	**AAA**
First State	Martin Lau	China	**AAA**
	Peter Meany	Infraestructuras, global	**AAA**
	Andrew Greenup	Infraestructuras, global	**AAA**
Franklin Templeton	Ben Russon	Reino Unido	**AAA**
	Richard Bullas	Reino Unido	**AAA**
Fundsmith	Terry Smith	Global	**AAA**
GAM	Niall Gallagher	Europa	
Gresham House	Kon Wotton	Reino Unido	**AAA**
	Brendan Gulston	Reino Unido	**AAA**
Herald	Kattie Pots	Tecnología global / Pequeñas compañías, Reino Unido	**AAA**
Hermes	Jonathan Pines	Asia	**AAA**
Invesco	Mike Shiao	China	**AAA**
Janus Henderson	Neil Hermon	Reino Unido	**AAA**
	Yunyoung Lee	Japón	**AAA**
J O Hambro	James Lowen	Reino Unido	**AAA**
	Clive Beagles	Reino Unido	**AAA**
	Mark Costar	Reino Unido	**AAA**
JP Morgan	Pauline Ng	Asia	**AAA**
	Chang Qi Ong	Asia	**AAA**
	Joanna Kwok	Asia	**AAA**
	Mark Davids	Asia	**AAA**
	Oliver Cox	Asia	**AAA**
	Leon Eidelman	Mercados emergentes	**AAA**
	Amit Mehta	Mercados emergentes	**AAA**
	Jonathan Ingram	Europa	**AAA**

JP Morgan	John Baker	Europa	**AAA**
	Francesco Conte	Europa, pequeñas compañías	**AAA**
	Nicholas Horne	Europa	**AAA**
	Aisa Ogoshi	Asia	**AAA**
	Robert Lloyd	Asia	**AAA**
	Georgina Brittain	Pequeñas compañías, Reino Unido	**AAA**
	Don San Jose	Pequeñas compañías, Estados Unidos	**AAA**
Jupiter	Adrian Gosden	Reino Unido	**AAA**
	Avinash Vazirani	India	**AAA**
	Guy de Blonay	Global	**AAA**
	Amadeo Alentorn	Global	**AAA**
Lightman	Rob Burnett	Europa	**AAA**
Lindsell Train	Nick Train	Global	**AAA**
Liontrust AM	Alexander Darwall	Europa	**AAA**
	Anthony Cross	Pequeñas compañías, Reino Unido	**AAA**
	Hugh Sergeant	Reino Unido	**AAA**
	Neil Veitch	Reino Unido	**AAA**
Man GLG	Rory Powe	Europa	**AAA**
	Henry Dixon	Reino Unido	**AAA**
	Jack Barrat	Reino Unido	**AAA**
Canaccord Genuity / Marlborough	Richard Hallett	Reino Unido	**AAA**
	David Walton	Europa	**AAA**
Miton	Carlos Moreno	Europa	**AAA**
	Thomas Brown	Europa	**AAA**
Ninety One	Dan Hanbury	Global	**AAA**
Nomura	Vipin Kapoor	Asia	**AAA**
	Vipul Mehta	India	**AAA**
Oberon Investments	Richard Penny	Reino Unido	**AAA**
Palm Harbour Capital	Peter Smith	Global, pequeñas compañías	**AAA**
Phoenix	Gary Channon	Reino Unido	**AAA**
	James Wilson	Global, pequeñas compañías	**AA**
Pictet	Yves Kramer	Global	**AAA**
	Prashant Kothari	India	**AAA**
Polar Capital	David Pinniger	Global, biotecnología	**AAA**
	Nick Martin	Global, seguros	**AAA**
	Nick Evans	Global, tecnología	**AAA**
	Ben Rogoff	Global, tecnología	**AAA**
Ranmore Fund Management	Sean Peche	Global	**AAA**
Rathbones	James Thomson	Global	**AAA**
Royal London	Mike Fox	Reino Unido	**AAA**
Schroders	Andrew Brough	Pequeñas compañías, Reino Unido	**AAA**
	Robin Parbrook	Asia	**AAA**
Slater Investments	Marc Slater	Reino Unido	**AAA**
Sw Mitchell Capital	Oliver Kelton	Europa	**AAA**
	Stuart Mitchell	Europa	**AAA**
Evenolde	Hugh Yarrow	Europa	**AAA**
	Hugh Yarrow	Reino Unido	**AAA**
	Ben Peters	Reino Unido	**AAA**
T Rowe Price	David J. Eiswert	Global	**AAA**

Unicorn	Simon Moon	Reino Unido	**AAA**
Veritas AM	Ezra Sun	Asia	**AAA**
	Andrew Headley	Global	**AAA**
Vontobel AM	Roger Merz	Asia	**AAA**
	Thomas Schaffner	Asia	**AAA**
Waverton	Chris Garsten	Europa	**AAA**
Wellington Management	Daniel Pozen	Global	**AAA**
	John Boselli	Global	**AAA**
Morgan Stanley	Kristian Heugh	Global	**AAA**
	Paul Psaila	Europa emergente, Oriente Medio y África	**AAA**
	Eric Carlson	Europa emergente, Oriente Medio y África	**AAA**
	Vishal Gupta	Mercados emergentes	**AAA**
Courtiers	Gary Reynolds	Reino Unido	**AAA**
Aubrey Capital Management	Andrew Dalrymple	Mercados emergentes	**AAA**
	John Ewart	Mercados emergentes	**AAA**
	Rob Brewis	Mercados emergentes	**AAA**
Blue Whale	Stephen Yiu	Global	**AAA**
Tyndall Investment Management	Simon Murphy	Reino Unido	**AAA**
Ekins Guinness	Anthony Eaton	Global	**AAA**
Montanaro Asset Management	George Cooke	Pequeñas compañías, Europa	**AAA**
Stonehage Fleming	Paul Mumford	Pequeñas compañías, Reino Unido	

FRANCIA

AESOPE	Wilfrid Nebon-Carle	Francia	**AAA**
Amiral Gestion	Julien Lepage	Pequeñas compañías, Francia	**AAA**
	Raphaël Moreau	Pequeñas compañías, Europa	**AAA**
BDL Capital Management	Hughes Beuzelin	Europa	**AAA**
	Bastien Bernus	Europa	**AAA**
Aecus Partners	Arnaud Cosserat	Europa	**AAA**
Alsea Partners	Laurent Dobler	Europa	**AAA**
Comgest	Franz Weis	Europa	**AAA**
	Eva Fornadi	Europa	**AAA**
Constance Associés	Virginie Robert	Global	**AAA**
DNCA Finance	Don Fitzgerald	Medianas compañías, Europa	**AA**
Eleva Capital	Eric Bendahan	Europa	**AAA**
Eleva Capital	Armand Suchet	Europa	**AAA**
Exane AM	Eric Lauri	Europa	**AAA**
Gay-Lussac Gestion	Louis de Fels	Pequeñas compañías, Europa	**AAA**
Groupama AM	Stéphane Fraenkel	Medianas compañías, Europa	**AAA**
Hmg Finance	Jean-François Delcaire	Pequeñas compañías, Francia	**AAA**
Auris Gestion	Louis Albert	Pequeñas compañías, Europa	**AAA**
IDE-AM	Véronique Rochereau	Europa	**AAA**
	Marc Rochereau	Europa	**AAA**
Indépendance AM	William Higgons	Pequeñas y medianas compañías, Europa	**AAA**
	Victor Higgons	Pequeñas y medianas compañías, Europa	**AAA**
Indépendance AM	Audrey Bacrot	Pequeñas y medianas compañías, Europa	**AAA**
	Charles Poinsinet de Sivry	Pequeñas y medianas compañías, Europa	**AAA**
Kirao AM	Saad Benlamine	Pequeñas compañías, Francia	**AAA**

Lazard	Axel Laroza	Europa	**AAA**
LLM & ASsociés	Jean Pierre Leveille	Francia	**AAA**
Mandarine Gestion	Harry Wolhandler	Pequeñas compañías, Francia	**AAA**
Sunny AM	Cyrille Carrière	Medianas compañías, Europa	**AAA**
Moneta AM	Romain Burnand	Pequeñas compañías, Francia	**AAA**
Alphajet Fair Investors	Sébastien Lagarde	Microcapitalización, Europa	**AAA**
	Yassine Oussa	Microcapitalización, Europa	**AAA**
	Thierry Le Crercq	Microcapitalización, Europa	**AAA**

OTROS PAÍSES EUROPEOS

Acatis	Hendrik Leber	Global	**AAA**
Discover Capital	Stephan Hornung	Europa	**AAA**
	Christian Struck	Europa	**AAA**
Capital Advisors	Sebastian Hahn	Pequeñas compañías, Europa	**AAA**
	Jérémie Couix	Pequeñas compañías, Europa	**AAA**
Point Five Capital	Matthias Ruddeck	Pequeñas compañías, global	**AAA**
DJE Kapital AG	Jens Ehrhardt	Alemania	**AAA**
First Private Investment Management	Sebastian Müller	Europa, dividendos	
Fortezza Finanz AG	Jochen Waag	Europa, pequeñas compañías	**AAA**
	Wolfgang Altmann	Europa, pequeñas compañías	**AAA**
FPM Krankfurt Performance Management AG	Martin Wirth	Alemania	**AAA**
Lupus Alpha	Jonas Liegl	Europa, microcapitalización	**AAA**
Ethenea	Frank Schwarz	Global	
	Olgerd Eichler	Europa	
	Evy Bellet	Europa	
MFS Meridian	Gabrielle Gourgey	Europa	**AAA**
ODDO BHF	Pascal Riegis	Pequeñas compañías, Europa	**AAA**
	Sébastien Maillard	Pequeñas compañías, Europa	**AAA**
	Fréderic Doussard	Pequeñas compañías, Europa	**AAA**
	Grégory Deschamps	Pequeñas compañías, Europa	**AAA**
Aktie-Ansva	Lars-Erik Lundgren	Noruega	**AAA**
Arctic Asset Management	Ole E. Dahl	Países nórdicos	**AAA**
	Albert Collet	Noruega	**AAA**
C Worldwide	Mogens Alkelsen	Asia	**AAA**
	Allan Christensen	Asia	**AAA**
Carnegie	Viktor Henriksson	Suecia	**AA**
	Simon Blecher	Suecia	**AAA**
Danske Invest	Lars Erik Moen	Noruega	**AAA**
DNB Asset Management	Øyvind Fjell	Países nórdicos	**AAA**
	Hans-Marius Lee Ludvigsen	Pequeñas compañías, países nórdicos	**AA**
Pareto	John Hyltner	Pequeñas compañías suecas	**AA**
Handelsbanken	Mikael Sens	Asia	**AAA**
	Tore Marken	Pequeñas compañías nórdicas	**AAA**
HealthInvest Partners	Astrid Samuelsson	Salud, global	**AAA**
Holberg Fondene	Robert Lie Olsen	Pequeñas compañías, Noruega	**AA**
Lannebo Sverige	Martin Wallin	Pequeñas compañías, Suecia	
	Robin Nestor	Pequeñas compañías, Suecia	
Maj Invest	Kurt Kara	Global	**AAA**

Maj Invest	Ulrik Jensen	Global	**AAA**
Nordea	Jakob Vossgard	Noruega	**AAA**
	Mats Andersson	Pequeñas compañías, países nórdicos	**AAA**
	Bjorn Henriksson	Pequeñas compañías, países nórdicos	**AAA**
Borea Asset Management	Jon Fredirk Hille-Walle	Noruega	**AAA**
ODIN	Jonathan Schonback	Suecia	**AAA**
Simplicity	Ulf Ingemarson	Países nórdicos	**AAA**
Aphilion	Nico Goethals	Global	**AAA**
	Jan Holvoet	Global	**AAA**
Lightrock	Marten Vankan	Global, pequeñas compañías	**AAA**
Kempen	Jan Willem Berghuis	Global, pequeñas compañías	**AAA**
Bakersteel Global	Mark Burridge	Recursos naturales	**AAA**
Robeco	Jack Neele	Global	**AAA**
	Richard Spetjens	Global	**AAA**
Anima	Luigi Dompe	Italia	**AAA**
	Andrea Bianco	Europa	**AAA**
Ersel	Marco Nascimbene	Italia	**AAA**
	Carlo de Vanna	Italia	**AAA**
Eurizon	Francesco de Astis	Italia	**AAA**
Fideuram	Luigi Degrada	Italia	**AAA**
Sella Gestioni	Davide Albani	Italia	**AAA**
Chahine Capital	Aymar de Léotoir	Pequeñas compañías, Europa	**AA**
Zadig	Vincent Bourgeois	Europa	**AAA**
	Laurent Saglio	Europa	**AAA**

A&G Global Investors es una gestora de fondos con enfoque internacional y más de 1.400 millones de € bajo gestión. La entidad cree en la gestión activa, implementada por equipos con una amplia experiencia y resultados probados, con absoluta alineación de intereses y un robusto control del riesgo, dentro de un ecosistema capaz de atraer y retener talento.

Cuenta con la independencia, agilidad y flexibilidad de una boutique, al tiempo que cuenta con los recursos, procesos y controles propios de entidades de mayor tamaño.

En renta variable, su estrategia principal Paradigma Value Catalyst ha logrado una rentabilidad anual del 18% desde su lanzamiento en octubre de 2021 (datos a finales de julio de 2026). El vehículo fue lanzado tras el fichaje de Andrés Allende en mayo de 2021.

El equipo gestor busca empresas infravaloradas, con la condición indispensable de contar con un catalizador claro a corto o medio plazo.

En renta fija, A&G tiene un modelo de gestión activa y flexible. Su gestión destaca por una regularidad sobresaliente y un enfoque centrado en preservar capital sin renunciar a oportunidades de rentabilidad. Germán García Mellado, gestor del fondo Paradigma Flexible Bonds y Paradigma High Income Bonds: «Si el mercado descuenta demasiadas expectativas, preferimos ser más defensivos, aunque eso implique renunciar a parte de la rentabilidad».

Incluso con ese enfoque cauto, se puede ver como los resultados de las principales estrategias de renta fija están siendo extraordinarios.

BDL es una entidad fundada en el año 2005 con más de 18 años de experiencia en la gestión de fondos de renta variable europea. Cuenta con más de 3.000 millones de euros de activos bajo gestión.

Invierten en buenos negocios que generan altos retornos sobre los activos, bien gestionados y que cotizan a un enterprise value bajo con respecto al flujo de caja libre generado por las compañías.

Su fondo principal, el BDL Convictions, con una estrategia long only, tiene más de 1.500 millones de € en activos bajo gestión y ha superado la rentabilidad de su índice por un amplio margen. El long-short también tiene cerca de 1.500 millones de euros bajo gestión. En la parte corta se centran en compañías que cotizan a altos múltiplos que consideran que sufren con tipos más altos.

Cobas AM es una gestora de fondos de inversión basada en la filosofía de la inversión en valor.

Tras lograr una rentabilidad anual del 15,5% desde 1993 hasta 2014, Francisco García Paramés fundó Cobas Asset Management en 2016. La gestora destaca por mantener la misma política de inversión que permitió a Francisco García Paramés tener tanto éxito durante décadas.

Cobas Asset Management invierte en compañías de calidad, por las que paga lo menos posible por su capacidad de generar flujo de caja libre, en empresas poco endeudadas, con un horizonte de largo plazo.

Nos parece una de las entidades referentes a nivel mundial invirtiendo de esta forma.

La estrategia Cobas Renta acumula en 2026 una rentabilidad superior al 7% (hasta finales de junio, 2026). La exposición a renta variable está limitada por folleto a un máximo del 15%. Con respecto a high yield, la máxima exposición es del 25% (actualmente es del 20%). Por el lado de la renta fija el resto del portfolio está invertido en RF de alta calidad crediticia. Al menos el 50% será soberana (actualmente es el 100%) pudiendo ser el resto corporativa.



Indépendance Asset Management es una gestora independiente especializada en la inversión en empresas pequeñas y medianas europeas.

Han mantenido la misma política de inversión desde hace 30 años, habiendo logrado una rentabilidad anual superior al 13% desde 1993. Invierten en compañías que cotizan a) a bajos múltiplos, b) con altos márgenes y c) altos retornos sobre el capital empleado, principalmente empresas familiares.

William Higgons es el presidente de la compañía y gestor desde el inicio. Su hijo Victor Higgons es también gestor y asegura la continuidad de la política de inversión durante las próximas décadas. Los acompañan en el equipo de gestión tres muy buenos profesionales como son Audrey Bacrot, Charles de Sivry y Vincent Rouvière.

Además de fondos específicos y mandatos, Indépendance Asset Management ofrece los siguientes fondos:

*Indépendance France Small. Es un fondo luxemburgués que invierte principalmente en pequeñas y medianas empresas cotizadas. Tiene cerca de 400M€ en activos.

*Indépendance Europe Small. Es un fondo luxemburgués lanzado en 2018 que invierte en pequeñas y medianas empresas cotizadas. Tiene cerca de 1.000M€ en activos.

*Indépendance Europe Mid. Es un fondo luxemburgués lanzado en octubre de 2024 que invierte en empresas medianas europeas. Tiene más de 400M€ en activos.

*Family Value (I & II). El Family Value I es un fondo cerrado dedicado a la inversión a largo plazo en pequeñas empresas familiares pequeñas y medianas francesas que cotizan en bolsa y el Family Value II es un fondo cerrado con el mismo enfoque que invierte en empresas pequeñas y medianas europeas.

El equipo de Family Value ofrece regularmente a sus inversores visitas a las sedes de las empresas de su cartera, con el fin de crear un vínculo entre los inversores del fondo y estas empresas y que los inversores comprendan las empresas en las que se invierte.

Palm Harbour Capital LLP es una gestora de fondos de inversión con sede en Londres, fundada por Peter Smith con el respaldo de Santa Comba Gestión SL, la empresa matriz del renombrado inversor español Francisco García Paramés. Palm Harbour Capital gestiona el fondo Cobas Lux SICAV Palm Harbour Global Value Fund.

Palm Harbour sigue una filosofía de valor centrada en invertir en empresas con ventajas competitivas cuando cotizan a un descuento significativo con respecto a su creciente valor intrínseco. De esta manera, la inversión se beneficia tanto de la creación continua de valor por parte de la empresa, como del cierre del descuento, mientras se protege de las pérdidas. El equipo busca empresas ignoradas por la comunidad inversora, a menudo en geografías o industrias donde el sentimiento del mercado es muy negativo, o que atraviesan algún tipo de problema a corto plazo o cambio estratégico, y adopta una perspectiva empresarial a largo plazo. El equipo cree que la paciencia y el análisis fundamental profundo conducirán a rendimientos excepcionales a largo plazo. El objetivo del fondo es proporcionar una revalorización del capital superior a los índices a largo plazo, mediante la inversión sin restricciones en una cartera de empresas globales pequeñas y medianas con énfasis en Europa.

- Enfocados en la rentabilidad a largo plazo, no en la acumulación de activos.
- Buscan rendimientos absolutos (con un objetivo a medio plazo de CAGR en el rango medio de dos dígitos). Invierten sin tener en cuenta índices de referencia.
- Aprovechan la naturaleza a corto plazo de la mayoría de los agentes del mercado y evitan las acciones de moda, que gozan de una gran actividad especulativa y están sobrevaloradas.
- Cobran bajas comisiones de gestión, sabiendo que restan de las rentabilidades netas a largo plazo.
- Intereses alineados, ya que todos los empleados están invertidos: Peter y Francisco García Paramés tienen inversiones significativas en el fondo.

El fondo está destinado a inversores que comparten la filosofía de valor y desean invertir como propietarios de negocios a largo plazo, con el objetivo de superar significativamente a los índices de referencia del mercado en el medio plazo. Al igual que cuando hacemos la compra, el equipo cree que comprar productos de alta calidad con un gran descuento es superior a pagar en exceso por algo que está de moda y cuyo futuro es desconocido.

Santalucía SGIIC es una gestora de fondos que, tras la última decisión estratégica clave de integrar el área de inversiones de Santalucía en Santalucía Asset Management, ha alcanzado los 17.000 millones de € gestionados.

Destaca por su experiencia en el mercado de renta fija, habiendo posicionado sus fondos principales en el primer cuartil por sus buenos resultados. Son capaces de ofrecer carteras / mandatos a medida y personalizadas para sus clientes con costes realmente competitivos.

Santalucía Pagarés destaca como una estrategia orientada a quienes buscan estabilidad y visibilidad en sus inversiones. El fondo invierte en una cuidada selección de pagarés corporativos de alta calidad, con una duración media de 0,9 años, lo que reduce su sensibilidad a las variaciones de los tipos de interés y ayuda a mitigar la volatilidad del mercado.

Con un perfil de riesgo 1 sobre 7, una TIR de la cartera del 4,08% y una comisión de gestión del 0,25%, la estrategia ha logrado desde su lanzamiento unos resultados considerablemente superiores a los de la mayoría de los fondos comparables de su categoría, consolidándose como una alternativa especialmente atractiva para los inversores más conservadores.

También nos gusta su enfoque en renta variable tanto europea como global, con el foco en empresas de mucha calidad.

Destacamos dos fondos que la entidad gestiona de forma activa: Santalucía Renta Fija Corto Plazo Euro y Santalucía Renta Fija (con 265M€ y 240M€ en activos, respectivamente). Han logrado posicionar sus fondos en el primer cuartil de rentabilidad en sus categorías.

En renta variable, nos parece que ha sido un acierto para la entidad el nombramiento en 2022 de Antonio Manzano como responsable de inversiones de renta variable. Destacamos los fondos Santalucía Quality Acciones (renta variable global) y Santalucía Quality Acciones Europeas (renta variable europea), con el foco en compañías de mucha calidad infravaloradas. El fondo con enfoque global tiene cerca de 120M€ en activos y el que está centrado en empresas europeas alrededor de 150M€.

SIA Asset Management

SIA Funds AG es una gestora value cuyo objetivo es lograr una rentabilidad media del 10% anual, superando la rentabilidad de sus índices de referencia a largo plazo. Destacan por su extraordinario conocimiento del mercado de energía y materias primas y por la exitosa evolución de su política de inversión que tuvo lugar hace más de 10 años.

Invierten en compañías por las que pagan poco con respecto a la caja generada en la actualidad, en 4 categorías: a) empresas globales con clara posición de liderazgo en sus mercados, tipo Visa o Cocacola, con las que buscan rentabilidades anuales superiores al 10%, b) compañías no tan conocidas como las anteriores, que son líderes globales en diferentes nichos, tipo Viscofán o Vidrala, en las que buscan al menos un 12% anual, c) empresas cíclicas en las que esperan al menos un 14% y d) casos de reestructuración en los que pretenden obtener una rentabilidad anual superior al 16%, categoría que nunca supone más de un 10% de la cartera.

SIA ofrece un fondo global registrado en Luxemburgo llamado LTIF Classic que ha logrado multiplicar el capital de los primeros inversores por más de 8,8 veces, desde el 2002, superando al MSCI World con dividendos por más de un 300% durante el mismo periodo. Tiene cerca de 230M€ de activos.

Es una de las muy pocas gestoras en Europa especializadas en empresas globales con el foco en pagar poco con respecto a la caja que generan las empresas en la actualidad y consideramos que aportan mucho valor en una cartera de fondos diversificada.

Su otro fondo es el LTIF – Natural Resources que es un fondo centrado en la temática de recursos naturales. Cuenta con cerca de 150M€ en activos.

Intermoney, parte del grupo CIMD, gestiona más de 4.500 millones de €. Destacan por la consistencia en el posicionamiento de la gran mayoría de sus fondos en el primer y segundo cuartil de resultados. Además, destacan en el mercado de renta fija en crédito. El fondo Avance Multiactivos, bajo la dirección de Javier García Teso, ha mantenido su posición en el primer decil por rentabilidad de su categoría desde inicio.

Javier García Teso comenzó su carrera en los departamentos de banca de inversión y asesoramiento patrimonial de Morgan Stanley en Londres. Fue cofundador y responsable de análisis del fondo Ben Oldman Special Situations Fund, lanzado en 2013 con una estrategia enfocada en situaciones especiales y centrada en inversiones en crédito. Durante ese período, el fondo creció de 15 a 200 millones de euros en tres años, logrando una rentabilidad neta superior al 100%.

Intermoney incorpora a su propuesta de inversión TOP 20 Unicorns, una estrategia de Stableton que ofrece acceso a una selección de algunas de las compañías privadas de mayor relevancia y crecimiento a nivel global. El vehículo permite invertir de forma diversificada en empresas tecnológicas líderes antes de su salida a bolsa, acercando a los inversores un segmento del mercado tradicionalmente reservado a grandes instituciones y patrimonios.

La estrategia busca capturar parte de la creación de valor que se produce en las fases avanzadas de crecimiento de estas compañías, antes de su llegada a los mercados públicos. Con TOP 20 Unicorns, Intermoney refuerza así su oferta en mercados privados, incorporando una solución diferencial para acceder a algunos de los principales líderes tecnológicos del futuro dentro de una cartera seleccionada y diversificada.

Por otro lado, CIMD Intermoney continúa su actividad de intermediación de FX Agency, consolidando un modelo de ejecución independiente, transparente y orientado a clientes institucionales. La plataforma combina acceso a una amplia red de proveedores de liquidez bancarios y no bancarios con capacidades de ejecución en FX spot y FX options, permitiendo optimizar el acceso al mercado y mejorar la eficiencia y competitividad de las operaciones.

Catalaxia es una compañía de asesoramiento en inversiones registrada en Argentina como Agente Global de Inversiones con matrícula Nº1718 ante la Comisión Nacional de Valores.

Hemos incluido en nuestra categoría Tenvalue Talento a Marcelo Lezcano, director de inversiones de Catalaxia. En la categoría, mostramos gestores que llevan menos de 5 años como directores de inversiones de fondos y que pensamos que tendrán un futuro brillante.

Su proceso de trabajo tiene como base filosófica la inversión en valor, se enfocan en seleccionar activos con alto potencial de revalorización. De momento, ofrece asesoramiento sobre inversiones en empresas directamente para sus clientes. En el futuro, es posible que ofrezca su estrategia a través de un vehículo de inversión abierto a más inversores. Tras unos resultados excelentes en sus primeros años, pensamos que tiene todo lo necesario para posicionar Catalaxia como una de las entidades de referencia en su nicho.

Global Dominion Access se fundó en 1999 como una compañía **proveedora de servicios de ingeniería, construcción y multitecnología**, cuya propuesta de valor es la maximización de la eficiencia de los procesos empresariales de sus clientes aplicando la tecnología como elemento transformador y ofreciendo soluciones integrales.

A día de hoy, Global Dominion se ha convertido en una compañía global que ofrece servicios y proyectos con visión 360° bajo una cultura y modelo de gestión propios, para acompañar a sus clientes en los retos que suponen la transición energética, la digital y la industrial.

La compañía ha simplificado la información sobre sus unidades de negocio reportando de la siguiente manera a partir de 2025:

GDT (Global Dominion Tech-Energy) – Transiciones Energética y Digital
Engloba el desarrollo e implementación de servicios y proyectos en sectores como energía renovable y redes eléctricas, telecomunicaciones e infraestructuras hospitalarias, entre otros.

GDE (Global Dominion Environment) – Transición Industrial Sostenible
Integra actividades de economía circular y descarbonización, abarcando la gestión integral del residuo (desde la recolección hasta su reincorporación al proceso productivo, es decir, limpiezas industriales, desgasificación, tratamiento de aguas, tratamientos de residuos, etc.) y soluciones de eficiencia energética para la reducción del impacto medioambiental.

En este sector, hemos visto cómo las mayores empresas de los mercados locales han sido capaces de crecer con éxito gracias a adquisiciones, a la misma vez que reflejaban márgenes superiores a los de sus competidores. Creemos que Global Dominion puede reforzar su posición y crecer en los 35 países en los que ya está presente, en un mercado caracterizado por un alto nivel de fragmentación y un número muy limitado de entidades globales.

Durante todos estos años, la compañía ha sido capaz de asegurar y desarrollar una sólida actividad de fusiones y adquisiciones con un ratio EBITDA de compra entre 5 – 6x (con el objetivo de llegar a 3x EBITDA en el tercer año).

El accionista principal de Global Dominion es ACEK Desarrollo y Gestión Industrial S.L., propiedad de la familia Riberas. Jon y Francisco Riberas están entre los empresarios con mayor prestigio en España y también son los mayores accionistas de las multinacionales CIE Automotive y Gestamp. Global Dominion cuenta con un sólido equipo directivo con una visión a largo plazo. Antón Pradera, presidente, y Mikel Barandiaran, director general, son socios fundadores y poseen más del 14% de las acciones (con el 7,2% y 6,9% cada uno respectivamente).

De 2015 a 2025, Global Dominion aumentó sus ventas a una TCAC superior al +7%, lo que demuestra su capacidad para asegurar una creciente cartera de pedidos y diseñar estrategias operativas precisas para atender adecuadamente las necesidades de los clientes. El crecimiento orgánico medio durante ese periodo fue del ~8%.

Al precio actual de 2,68[1] euros (capitalización bursátil: 400MM €), el EV/EBIT es de aproximadamente 6x.

(1) Cotización a 17/09/2026

LIBERTAS 7

Libertas 7 es un **grupo empresarial familiar, que gestiona activos inmobiliarios y realiza inversiones en activos financieros (cartera de valores)**. Su actividad se sustenta en tres principios fundamentales a largo plazo: diversificación, prudencia y sostenibilidad a largo plazo.

La suma de partes de la valoración estimada de los principales activos en el año 2029, restando la deuda estimada, da un valor de 2.5x la capitalización actual de la compañía (a fecha de septiembre 2026).

Libertas 7 cotiza en el mercado continuo desde 2021. Pese a que es una sociedad cotizada desde los años 80 en la Bolsa de Valencia (España), sigue siendo una desconocida para la comunidad inversora y apenas tiene cobertura por parte de analistas.

La familia Noguera controla cerca del 78% del capital. No hay conflictos de interés entre el equipo directivo y los accionistas

Libertas 7 tiene tres segmentos de negocio:

- Área inmobiliaria (~ 15% del valor estimado de los activos)
- Área turística (~23%)
- Área de inversiones (~62%)

En el **área inmobiliaria**, Libertas 7 tiene por un lado su negocio de promoción y por otro, su negocio de arrendamientos. En cuanto al negocio de arrendamientos, la compañía cuenta con edificios y locales en el centro de Valencia (España) por un valor razonable en balance superior a 16,5 millones de euros (2025).

En el **área turística**, destacamos que la entidad tiene en propiedad tres edificios en régimen de alquiler vacacional, situados en el complejo Port Saplaya (Valencia, España), por un valor razonable de 26,25 millones de euros (2025).

El **área de inversiones** gestiona una cartera de valores y realiza inversiones directas a largo plazo en capital privado en empresas del sector agroalimentario (proyecto Amaltheia) o a través de la participación en fondos de inversión. La cartera de bolsa y otros activos financieros (inversiones en vehículos de inversión, depósitos y otros activos financieros) tiene un valor de aproximadamente 69,5 millones de euros a precio de mercado (finales de 2025).

ATALAYA MINING

Atalaya Mining Copper S.A. es una **empresa minera europea que cotiza en el mercado principal de la Bolsa de Londres (LSE)** y desde mayo forma parte del índice FTSE 250. **Se centra en la extracción de cobre y todos sus activos están ubicados en España (UE)**. Atalaya posee una cartera de activos en múltiples distritos minerales de clase mundial, uno de los cuales ya está en producción con proyectos con potencial de expansión en desarrollo (Distrito Riotinto), un segundo en la fase de permisos (Touro) y, finalmente, varios intereses en la etapa de exploración. La **producción actual** de la mina en operación es de alrededor de **50,000 toneladas** de cobre contenido en concentrado y **Atalaya espera más que duplicar su producción para 2030** (cobre y equivalente – plomo y zinc).

Una vez alcanzada la producción esperada (100,000tn) de cobre y cobre equivalente en los próximos cinco años, suponiendo un precio del cobre

por consenso del mercado de 5,00 USD por libra y costes totales (AISC) de 2,75 USD por libra, se proyecta que la empresa genere un EBITDA de 413MM€. **Incluso con un valor terminal que no supere 6x EBITDA y tras ajustar por los gastos de capital futuros necesarios para alcanzar esa capacidad y la posición de caja neta actual (2.480 MM€ – 430 MM€ + 264 MM€= 2.314 MM€), la valoración de la compañía sería más de un 27% superior a su capitalización bursátil actual (1.816 MM€)**.

Cabe destacar que se trata de un **sector con claras barreras de entrada** debido a que existe una **escasez de proyectos** dentro de una proximidad deseable y accesible a infraestructura y proveedores, es **muy intensivo en capital** y por tanto **el desarrollo de nuevos proyectos es muy sensible al precio del cobre, los recursos son limitados y la puesta en funcionamiento de un proyecto minero puede tardar entre 6 a 20 años** dependiendo de si el yacimiento cuenta con estudio de viabilidad.

REIG JOFRE

Laboratorio Reig Jofre, S.A **investiga, desarrolla, fabrica y comercializa productos farmacéuticos esenciales** para la salud de las personas con **presencia en más de 70 países** (59% de las ventas fuera de España). La compañía cuenta con **4 centros de producción**, uno en Barcelona (**producción aséptica de productos inyectables** de base química y biológica), dos en Toledo (**antibióticos derivados de la penicilina** que requieren plantas segregadas por su potencial efecto alérgico) y uno en Malmö, Suecia (productos **semisólidos**, productos **tópicos** y formulaciones tecnológicamente avanzadas como **geles enterales**), y **estima poner en marcha en Barcelona el quinto centro productivo a finales de 2026** para poder proporcionar materias primas biológicas. Además, la compañía cuenta con **un centro logístico** en Toledo.

Reig Jofre está especializado en servicios de nicho con fuerte demanda, con foco en el crecimiento rentable y en la generación de caja.

Reig Jofre tiene tres unidades de negocio:

1. **Pharmaceutical Technologies – PHT (41% de las ventas en 2025)**

Esta unidad de negocio se especializa en tecnología para la fabricación de inyectables estériles, liofilizados y antibióticos, en particular betalactámicos. El mercado global de servicios CDMO presenta un alto grado de concentración, con un número relativamente reducido de competidores capaces de ofrecer capacidades de producción alineadas con los exigentes estándares del sector.

2. **Specialty Pharmacare – SPC (36%)**

Se enfoca en las áreas terapéuticas de osteoarticular y dermatología, ofreciendo productos esenciales para el dolor articular, tendopatías y problemas articulares, así como soluciones innovadoras para onicomicosis, alopecia y acné.

3. **Consumer Healthcare – CHC (23%)**

Se enfoca estratégicamente en el segmento ORL OTC (oído, laringe y desinfección), así como en el desarrollo y consolidación de la marca Forté Pharma, especializada en productos orientados al bienestar integral (sueño, manejo del estrés, salud general, energía y control de peso, entre otros).

Entre 2019 y 2025, los ingresos totales de la compañía registraron un creci-

miento compuesto anual (TCAC) del 9%. Aunque las tres unidades de negocio contribuyeron positivamente a esta evolución, destaca especialmente el desempeño de la división SPC, que mostró un notable incremento del 15% anual, impulsado principalmente por la expansión en las líneas de productos osteoarticulares y dermatológicos. En cuanto al EBITDA, se estima una mejora en el margen operativo, favorecida por inversiones enfocadas en la eficiencia productiva y una optimización de la mezcla de productos y clientes, lo que permitiría alcanzar un margen del 15% hacia el final del periodo proyectado.

Considerando el precio actual[1] y asumiendo un múltiplo EV/EBIT de 14x en 2032, se estima una Tasa Interna de Retorno (TIR)[2] del 22%.

1 Precio por acción 2,69€ – fecha 1 de septiembre 2026.
2 Ajustado por deuda neta y asociados. Proyección de resultados en base a estimaciones de Tenvalue.

Implenia AG es un **proveedor de servicios de construcción e inmobiliarios que opera principalmente en Suiza y Alemania**. La empresa **se especializa en el desarrollo, la construcción y la gestión de edificios y proyectos de infraestructura especializados**. Además, presta servicios de construcción de **túneles e infraestructuras relacionadas en mercados internacionales**.

Una simple suma de partes nos da un valor que es alrededor de un 70% superior al que refleja la capitalización actual.

Las unidades de negocio de la compañía se benefician de las favorables condiciones del mercado, mientras que los precios actuales de las acciones siguen reflejando un descuento significativo respecto al valor intrínseco estimado. Las proyecciones indican una aceleración gradual en los segmentos principales (Construcción e Ingeniería Civil) en consonancia con el crecimiento de la cartera de pedidos, mientras que se espera que los ingresos se queden rezagados debido a los ciclos de conversión prolongados asociados a proyectos cada vez más complejos que generan ingresos durante períodos más largos.

Implenia **sigue una estrategia de crecimiento poco intensiva en activos**, orientada a mejorar la flexibilidad financiera y la rentabilidad del capital. Mediante la desinversión en unidades con alto consumo de capital, como su negocio de Servicios de equipos y tecnología en Austria, y la adquisición de empresas orientadas a servicios como Wincasa, **Implenia se está orientando hacia actividades escalables y de alto margen**. Este enfoque estratégico promueve un crecimiento sostenible con una reducción de la inversión de capital y una mayor eficiencia operativa. El crecimiento se ve impulsado aún más por el desarrollo de áreas de negocio de alto margen mediante una combinación de iniciativas orgánicas, adquisiciones específicas, especialización sectorial y una mayor integración en la cadena de valor.

Clínica Baviera es un **grupo español líder en el ámbito de la oftalmología y referente europeo**, con una trayectoria de más de tres décadas y una clara **especialización en cirugía láser para la miopía** y en tratamientos oftalmológicos de alta complejidad, como la **cirugía intraocular para la presbicia**.

La compañía opera en un mercado tradicionalmente fragmentado, lo que abre oportunidades de consolidación y expansión para operadores con escala y presencia de marca.

Clínica Baviera mantiene un posicionamiento relevante en sus principales mercados; #1 en España y en Alemania en el mercado en el que se ha especializado (excluyendo cataratas públicas donde Clínica Baviera no está presente).

Todo ello se enmarca en un contexto sectorial caracterizado por factores de crecimiento estructural, como el envejecimiento de la población, el aumento de patologías visuales asociadas al uso intensivo de dispositivos digitales y una mayor adopción de soluciones quirúrgicas para la corrección de defectos visuales.

Se trata de un negocio de crecimiento, con márgenes y retornos elevados que cotiza a un múltiplo EV/EBITe de +13x (2026). **Pensamos que la empresa logrará añadir +100 clínicas durante los próximos 7 años y que la rentabilidad para los inversores estará en línea con el crecimiento del negocio.**

Redegal

Redegal es una **compañía de ingeniería digital** que **aplica tecnología, datos e IA para ayudar a sus clientes a vender más, tomar mejores decisiones y construir negocios más eficientes y escalables**. Cuenta con 22 años de experiencia en el mercado y ha logrado una tasa de crecimiento anual compuesta de sus ingresos del 30% desde el 2020 hasta el 2025, con una tasa de retención de clientes del 90% en el último año.

Su amplia experiencia le ha permitido evolucionar de una agencia especializada en marketing digital a una compañía capaz de abarcar todo el ciclo de la transformación digital, ofreciendo servicios de estrategia, diseño, desarrollo, producción de contenidos y posicionamiento de webs y aplicaciones. Estos servicios se complementan con una **cartera de productos propios de software**. En este sentido cabe destacar, por un lado, Boostic.cloud, una plataforma que optimiza catálogos de producto mediante modelos matemáticos, generando, según la propia compañía, mejoras de eficiencia de entre el 20% y el 30% en un plazo aproximado de siete días, y por otro, Binnacle Data, una plataforma que permite analizar la telemetría de datos de clientes (retailers), evaluando métricas como la eficiencia, la recencia, la frecuencia y la segmentación de clientes.

En ambos casos se trata de productos con un margen considerablemente superior al del negocio tradicional y consideramos que la capacidad de generar caja de Redegal a futuro no se ve reflejada en la capitalización actual (20 millones de euros) frente a un EBITDA estimado, por la compañía, de 4,4 millones de euros en 2028 (estimación conservadora desde nuestro punto de vista) con un CAPEX de mantenimiento inferior al millón de euros.

PAN GLOBAL
RESOURCES INC

Pan Global Resources Inc. es una empresa de investigación de recursos minerales constituida en 2006 con sede en Vancouver (Canadá), que se centra en explorar, descubrir, definir y desarrollar yacimientos minerales ricos en cobre, oro y otros minerales en España (UE), donde se encuentran todos sus equipos operativos y activos. La compañía posee una cartera de

activos consistente en tres proyectos en diferentes etapas de exploración y todos son 100% de su propiedad.

- El **proyecto insignia, Escacena**, en el extremo oriental de la Faja Pirítica Ibérica, cerca de Sevilla (sur de España), que **abarca 16.745 hectáreas y alberga las dos primeras Estimaciones de Recursos Minerales de la compañía, La Romana** (cobre-estaño-plata) y Cañada Honda (oro-cobre-cobalto), con fecha efectiva 31 de diciembre de 2025.
- El **Proyecto Cármenes con 5.653 hectáreas** en el cinturón aurífero del Río Narcea, a unos 55 km al norte de León (noroeste de España), **donde la primera campaña de perforación de 2025 en el objetivo Providencia dio lugar a un nuevo descubrimiento de oro**. Esta adquisición refuerza aún más la posición estratégica de Pan Global en la exploración de metales críticos y preciosos.
- Y, un **tercer activo, el Proyecto Águilas**, cerca de Córdoba (cobre-plomo-zinc-plata) con **15.084 hectáreas**.

Alcanzando su objetivo de producción de hasta 15,000 toneladas anuales de cobre equivalente, suponiendo un precio del cobre muy conservador de 5,00 USD por libra y un costo sostenible todo incluido (AISC) de 2,75 USD por libra, se proyecta que su principal activo, Escacena, podría generar un EBITDA de 62MM€. **Incluso con un valor terminal que no supere 6x EBITDA y tras ajustar por los gastos de capital futuros necesarios para alcanzar esa capacidad y la posición de caja neta actual (372 MM€ – 195 MM€ + 7 MM€= 184 MM€), la valoración del activo sería +4x superior a su capitalización bursátil actual (39 MM€).**

---

catenon®
TALENT THROUGH TECHNOLOGY

Catenon es una **compañía española de búsqueda de talento** cuyas ventajas competitivas se basan en la utilización de tecnologías avanzadas dentro del desarrollo de sus plataformas tecnológicas propietarias. **Un modelo de selección de personal digital, global, escalable y deslocalizado, soportado por tecnología propia y conocimiento del mercado en tiempo real**.

Catenon nace en el 2000, con un enfoque de demanda, es decir su plataforma – a través de un software propietario- da una solución disruptiva para cubrir de manera más eficiente la selección de personal cuando hay más candidaturas (oferta) que puestos de trabajo cualificados abiertos en el mercado (demanda), mientras que, **Talent Hackers** nace en el 2020 con un enfoque de oferta es decir, su plataforma —a través de un software e Inteligencia del Dato— **da una solución cuando hay menos candidaturas (oferta) que puestos de trabajo abiertos en el mercado (demanda)**, que es lo que sucede en los perfiles tecnológicos a nivel global. En 2025, la compañía da el **siguiente paso** con **ByTask**, **una nueva manera de encontrar talento a través de un marketplace**, basado en software y Data a las que se unen agentes de inteligencia artificial y tecnologías Web3, creando la primera plataforma digital de talento que conecta a profesionales tecnológicos altamente cualificados con PYMES.

Actualmente, **Catenon gestiona c.1.300 contrataciones anuales**, frente a un mercado potencial estimado de c.36.000, **y se espera que alcance las 4.600 contrataciones anuales en 2030**. Con un múltiplo EV/EBITe estimado para 2026 de 5,3 veces y un EBIT previsto de 3,4 millones de euros, se estima que el resultado operativo crecerá, al menos, en línea con la evolución de las contrataciones. Como siempre ocurre en negocios bien gestionados, partiendo de una valoración atractiva, las acciones a medio y largo plazo seguirán la evolución de los beneficios empresariales.

¿Es la gestión una *commodity*?

En las últimas semanas, en conversaciones con profesionales del sector y en distintos foros de la industria, he escuchado en más de una ocasión una idea que me ha hecho reflexionar: que la gestión de inversiones es, en buena medida, una commodity, y que la verdadera diferenciación en wealth management está en el servicio.

Entiendo perfectamente el argumento. La calidad del asesoramiento, la cercanía, la formación de quien acompaña al cliente, la independencia, la tecnología o la amplitud de soluciones disponibles son elementos fundamentales en la experiencia del cliente. Y, probablemente, cada vez lo serán más.

Pero creo que merece la pena hacerse una pregunta: ¿por qué tenemos que elegir?

Que el servicio sea un elemento esencial de la propuesta de valor no significa necesariamente que la gestión tenga que ser intercambiable.

Creo que todavía existe un enorme potencial de diferenciación en la forma de gestionar. Pero para que ese potencial se materialice hacen falta algunas condiciones: invertir en equipos, atraer y retener talento, proporcionar recursos y, quizá, sobre todo, permitir que los profesionales responsables de las inversiones puedan centrarse en aquello para lo que han sido contratados.

También hace falta algo menos tangible: Un entorno en el que exista autonomía para tomar decisiones dentro de un marco de riesgo claro, respaldo por parte de los responsables cuando una convicción se aleja temporalmente del consenso, incentivos atractivos y alineados con la creación de valor a largo plazo y una cultura que evalúe las decisiones de inversión por la calidad del proceso y no únicamente por su resultado inmediato. Si cada decisión que sale mal tiene una consecuencia inmediata para quien la tomó, aunque estuviera perfectamente razonada, los gestores aprenderán rápidamente una cosa: no destacar demasiado y no asumir riesgos de opinión.

La gestión activa implica tomar decisiones que, en ocasiones, se alejarán del consenso. Algunas funcionarán y otras no. Forma parte de la naturaleza de invertir. Si el objetivo es ofrecer una gestión capaz de aportar valor, resulta difícil hacerlo si la prioridad es no separarse nunca demasiado de lo que hace el resto.

Por eso, más que preguntarnos si la gestión es una commodity, quizá deberíamos preguntarnos qué condiciones estamos creando para que pueda dejar de serlo.

No creo que servicio y gestión sean conceptos alternativos. Al contrario: pueden reforzarse mutuamente. Un cliente puede valorar enormemente la calidad de su asesoramiento y, al mismo tiempo, esperar que detrás exista una capacidad de inversión capaz de generar resultados y de diferenciar a la entidad a largo plazo.

Al final, quizá sea una cuestión de ambición.

Decir que la gestión es una commodity es, en cierto modo, salir al partido sabiendo que vamos a empatar. Y cuando juegas a eso, muchas veces acabas perdiendo.

No se trata de despreciar el servicio, ni de pensar que una buena gestión lo resuelve todo. Se trata simplemente de no renunciar de antemano a una de las posibles fuentes de valor para el cliente.

Porque quizá la mejor propuesta de wealth management no sea elegir entre gestión o servicio, sino conseguir algo bastante más difícil: ofrecer un gran servicio acompañado de una gran gestión.

Y si somos capaces de hacerlo, creo que ganan todos: la entidad, sus profesionales y, sobre todo, sus clientes.

Ion Zulueta Zabaleta

Director de Análisis
iCAPITAL