



**Fondo de inversión**

# **Zohar Global Opportunities**

**Reporte trimestral** - 21 de septiembre de 2026

## Valuación y fundamentos no siempre van de la mano

En lo que va de 2026, Zohar Global Opportunities acumula un retorno de -8%, mientras que el S&P 500 registra una suba cercana al 13%. A primera vista, la diferencia puede resultar incómoda. Sin embargo, creemos que el desempeño de la cartera se entiende mejor cuando se separa la evolución de los precios de las acciones de la evolución de los negocios que hay detrás de ellas.

Las compañías que integran nuestro portfolio continúan creciendo, de hecho, van camino a cerrar 2026 con un aumento de ganancias de 26% anual. El futuro también es alentador, tenemos confianza en que la ganancia por acción de nuestro portfolio crecerá a un ritmo cercano al 18% anual en los próximos 3 años. En otras palabras, el valor económico por acción de nuestras inversiones continúa aumentando.

|                  | Peso en portfolio | Precio / ganancia próx. 12 meses | Var. ganancia por acción ( próx. 3 años, anualizado) | Flujo de fondos libre ( próx. 5 años, % valuación) |
|------------------|-------------------|----------------------------------|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| Brookfield       | 21%               | 14,1                             | 20,0%                                                | 58%                                                |
| KKR              | 16%               | 13,9                             | 18,0%                                                | 35%                                                |
| TSMC             | 14%               | 22,7                             | 28,1%                                                | 30%                                                |
| Mastercard       | 11%               | 27,0                             | 15,8%                                                | 27%                                                |
| Moody's          | 10%               | 28,2                             | 10,2%                                                | 22%                                                |
| Visa             | 9%                | 25,6                             | 14,8%                                                | 26%                                                |
| LVMH             | 3%                | 17,3                             | 10,0%                                                | 37%                                                |
| Hermès           | 2%                | 27,6                             | 10,2%                                                | 26%                                                |
| Otros / liquidez | 12%               | -                                | -                                                    | -                                                  |
| <b>Portfolio</b> | <b>100%</b>       | <b>20,4</b>                      | <b>18,1%</b>                                         | <b>36%</b>                                         |

*Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg – datos al 18-09-2026*

El mercado, sin embargo, no siempre reconoce ese progreso de manera inmediata. Durante los últimos meses, la percepción sobre el futuro de estas compañías se vio afectada por una misma narrativa, según la cual, al no ser consideradas beneficiarias directas de la inteligencia artificial, sus perspectivas de crecimiento resultan menos atractivas que las de un grupo reducido de empresas directamente asociadas a esta tecnología. No compartimos esa visión, por razones que desarrollamos más adelante.

Esta percepción tuvo una consecuencia concreta sobre los precios. El múltiplo al que cotiza nuestra cartera pasó de aproximadamente 26 veces sus ganancias esperadas a comienzos de año a 20 veces actualmente, una compresión del 23%. Así, mientras las ganancias de las compañías continúan creciendo, el mercado está dispuesto a pagar menos por cada dólar de esas ganancias. Esta contracción de múltiplos explica buena parte de la diferencia entre la evolución del valor económico de la cartera y el retorno observado en su precio.

Preferiríamos, naturalmente, que tanto el precio como las ganancias evolucionaran en línea. Pero en períodos cortos esto rara vez ocurre. Si debemos elegir, siempre preferiremos ver crecer los negocios antes que sus cotizaciones. El primero es el proceso que, con suficiente tiempo, termina determinando el segundo.

Y aquí aparece, paradójicamente, el aspecto más atractivo de la situación actual. Tenemos esencialmente las mismas compañías, líderes en sus industrias, con altos retornos sobre el capital, balances sólidos, ventajas competitivas duraderas y capacidad de aumentar sus ganancias sostenidamente en el tiempo. Pero hoy podemos comprarlas a precios más bajos que a comienzos de año. La calidad del portfolio no se deterioró. Simplemente, el mercado redujo el precio que está dispuesto a pagar por ella.

Para un inversor con nuestro horizonte, creemos que esta es una combinación favorable. Negocios que siguen creando valor, pero cotizando a múltiplos más bajos, representan una mejor oportunidad que los mismos negocios a precios más elevados. Nuestro trabajo no consiste en adivinar cuándo el mercado reconocerá nuevamente ese valor, sino en asegurarnos de estar invertidos cuando lo haga.

### **Nuestras compañías también se benefician de la inteligencia artificial**

Nuestra cartera tiene una exposición importante a esta tendencia estructural, sin necesidad de convalidar los múltiplos exigentes que caracterizan a las empresas más populares del sector.

TSMC es el caso más evidente. Se trata del mayor fabricante de chips del mundo y el único con capacidad de producir en masa los diseños más avanzados, razón por la cual fabrica la totalidad de los chips de NVIDIA.

Brookfield y KKR, que gestionan en conjunto más de USD 2 billones, son protagonistas en el financiamiento y la construcción de la infraestructura física que requiere la IA. Ambos lanzaron vehículos dedicados exclusivamente a este segmento, con más de USD 10 mil millones cada uno y NVIDIA entre sus principales inversores. Además, ambos integran el selecto grupo de seis gestores que formaron una alianza estratégica con NVIDIA para movilizar más de USD 500 mil millones destinados a financiar infraestructura de IA. Por separado, Brookfield se destaca en sus plataformas de energía, con contratos de provisión eléctrica récord con Microsoft y Google, mientras que KKR, a través de sus fondos, opera más de 155 centros de datos en todo el mundo.

El beneficio se extiende incluso a compañías menos asociadas con esta tendencia. Moody's califica la deuda récord que se emite para construir centros de datos, un factor clave detrás del salto de 31% interanual en sus ganancias. Visa y Mastercard, por su parte, desarrollan canales de pago diseñados para que agentes de IA realicen compras en nombre de los usuarios. En todos los casos se trata de negocios que capturan parte del valor que genera la inteligencia artificial, sin depender de quién gane la carrera tecnológica.

**Camilo Cisera**

*Head portfolio manager*

## Brookfield

Brookfield Corporation (NYSE: BN) es nuestra idea de mayor convicción y nuestra mayor posición, explicando alrededor de 21% del fondo. Destacamos que, además de presentar resultados sólidos al segundo trimestre del año, Brookfield celebró el 17 de septiembre su Investor Day, donde detalló su plan de crecimiento para los próximos cinco años.

En nuestro reporte de mayo señalábamos que la empresa anticipaba un crecimiento acelerado en la segunda mitad del año. Esa aceleración ya comenzó a materializarse. La ganancia antes de realizaciones alcanzó USD 1.400 millones en el segundo trimestre, con un crecimiento de 15% por acción, frente al 7% registrado en el trimestre anterior. En los últimos 12 meses, la ganancia total acumula USD 6.200 millones.

El negocio de gestión de activos captó un récord de USD 77 mil millones en el trimestre y el capital que genera comisiones creció 19% interanual hasta USD 672 mil millones. Los nuevos fondos insignia de private equity e infraestructura van camino a convertirse en los más grandes de sus respectivas series. Por su parte, la unidad de seguros incrementó sus ganancias un 23% interanual y superó los USD 190 mil millones en activos, tras completar la adquisición de la aseguradora británica Just Group.

El período también dejó hitos estratégicos importantes. Brookfield completó la adquisición total de Oaktree, consolidando una de las plataformas de crédito más completas del mundo. Entre sus diversas áreas, Oaktree cuenta con la estrategia de crédito oportunístico de mayor trayectoria del mundo, logrando para sus clientes un retorno de 16% anual neto de comisiones a lo largo de 38 años.

### Los próximos 5 años

En su Investor Day, Brookfield presentó un plan para duplicar su ganancia núcleo (excluyendo comisiones por rendimiento, que son volátiles por naturaleza) en cinco años, alcanzando USD 11.600 millones en 2031, un crecimiento de 17% anual. Incluyendo comisiones por rendimiento y la reinversión del flujo de fondos, la ganancia total ascendería a USD 16.800 millones, lo que representa un crecimiento de 24% anual.

Vale destacar que Brookfield tiene un respetable historial de ejecución de sus planes y cumplimiento de sus proyecciones. En 2021 la compañía se fijó como objetivo alcanzar una ganancia antes de realizaciones de USD 5.600 millones en 2026, y terminó entregando USD 5.700 millones en los últimos 12 meses (al 30 de junio). El mérito es mayor si se considera que la meta se alcanzó en un contexto desfavorable, marcado por la suba de tasas, la inflación y una profunda crisis en el mercado de real estate.

La clave para superar el objetivo en ese entorno fue un cambio de foco, desde real estate hacia negocios que se benefician de tasas altas, como el crédito privado, y

de la inflación, como la infraestructura. En 2021 la compañía proyectaba llegar a 2026 con USD 400 mil millones en activos bajo gestión en real estate, pero al 30 de junio contaba con USD 280 mil millones. Sin embargo, ese faltante fue más que compensado por el crédito privado, que alcanzó USD 416 mil millones frente a los USD 300 mil millones proyectados, y por la infraestructura, que llegó a USD 262 mil millones frente a los USD 200 mil millones previstos. Esta capacidad de adaptación, favorecida por la diversidad de sus negocios, es tan valiosa como el cumplimiento de la meta en sí.

Volviendo a la ruta hacia 2031, esta se apoya en tres motores. La participación de 73% en Brookfield Asset Management aportaría ganancias por USD 4.700 millones en 2031, frente a USD 1.900 millones en la actualidad. La unidad de seguros escalaría sus activos hasta USD 375 mil millones (desde USD 190 mil millones hoy) y lograría una ganancia de USD 5.800 millones, con un crecimiento de 23% anual. La compañía estima que en 2031 este negocio, que no existía en 2020, podría valer lo mismo que cotiza hoy la totalidad de Brookfield.

El tercer motor son las comisiones por rendimiento, un componente que el mercado suele subestimar por considerarlo incierto. En los últimos 10 años Brookfield realizó USD 4 mil millones por este concepto. Para la próxima década planifica USD 25 mil millones, de los cuales USD 11 mil millones corresponden a los próximos 5 años. La mayor parte de esta cifra proviene de fondos que ya devolvieron la totalidad del capital a sus inversores, lo que otorga una visibilidad inusualmente alta.

Finalmente, la compañía proyecta generar USD 54 mil millones de flujo de fondos libre en los próximos 5 años, equivalentes a aproximadamente 58% de su valor de mercado actual. Este flujo de fondos, combinado con las excelentes habilidades de asignación de capital del management, debería traducirse en una importante creación de valor para los accionistas.

## **Infraestructura para la inteligencia artificial**

En nuestro reporte anterior advertimos sobre la intensidad de capital que requiere la carrera por desarrollar y desplegar la inteligencia artificial. Brookfield se ha convertido en uno de los protagonistas de esta tendencia, con numerosos proyectos de abastecimiento de energía, así como de financiamiento y construcción de centros de datos que han posicionado a la empresa en alianzas estratégicas con NVIDIA y el Departamento de Energía de EE.UU., entre otras grandes instituciones que lideran este despliegue.

Consideramos que Brookfield participa de esta tendencia desde una posición muy diferente a la de las compañías que compiten por el liderazgo tecnológico. Su rol es el de dueño y operador de la infraestructura física, principalmente energía, centros de datos y terrenos, bajo contratos de largo plazo con las contrapartes más sólidas del mercado. Estas inversiones se financian mayormente con capital de terceros a través de sus fondos, y representan solo una parte de un negocio diversificado. Es, en esencia, la misma estrategia que la compañía aplicó durante décadas en infraestructura y energía, ahora a una escala mayor. Aun así, seguimos

de cerca esta exposición, especialmente en lo que respecta a su iniciativa de financiamiento de equipos de cómputo junto con NVIDIA, que por ahora se encuentra en una etapa preliminar.

## **Una oportunidad atractiva**

El equipo directivo de Brookfield es, a su vez, uno de sus principales accionistas de la empresa, lo que alinea sus intereses con los nuestros y orienta sus decisiones hacia la creación de valor de largo plazo. En esa línea, la compañía se fija como meta explícita generar retornos superiores al 15% anual para sus accionistas.

Las acciones de Brookfield cotizan actualmente en torno a USD 38, un 43% por debajo del valor intrínseco de USD 67 por acción estimado por la compañía, lo que ofrece un margen de seguridad significativo. Si el plan se cumple, ese valor intrínseco alcanzaría USD 140 por acción en 2031, un crecimiento de 16% anual. Esto implica que, aun si la acción mantuviera el descuento actual, el accionista obtendría un retorno en línea con ese 16% anual. Y si el plan se ejecuta con éxito, es razonable esperar que el descuento se reduzca, abriendo la puerta a retornos todavía mayores.

Otra forma de dimensionar el potencial es que, a los precios actuales, la acción cotiza a menos de 6 veces la ganancia proyectada para 2031.

Seguimos a Brookfield desde hace años y nunca la vimos cotizar a múltiplos exigentes. Históricamente la acción operó con descuento respecto de su valor intrínseco. Lejos de ser un problema, este descuento persistente otorga margen de seguridad y es parte de lo que ha permitido a sus accionistas obtener retornos en línea con el crecimiento del negocio, e incluso superiores.

En el largo plazo, los resultados hablan por sí solos. En los últimos 30 años Brookfield generó un retorno total de 19% anual para sus accionistas, superando holgadamente al 11% anual del S&P 500. Bruce Flatt, su actual CEO, formó parte de la compañía durante todo ese período.

Creemos que pocas empresas combinan una trayectoria tan extensa de creación de valor, un equipo directivo con demostrada disciplina en la asignación de capital y un plan de crecimiento tan visible. Por este motivo, Brookfield continúa siendo nuestra idea de mayor convicción.

## **KKR**

KKR es nuestra segunda mayor posición, explicando alrededor de 16% del fondo. En nuestro reporte anterior señalábamos que el mercado estaba sobrereaccionando frente a los temores sobre software, crédito privado y monetización de inversiones. Los resultados del segundo trimestre respaldan esta lectura.

La compañía reportó crecimiento acelerado y valores récord en cada una de sus tres métricas principales. La ganancia por comisiones fijas alcanzó USD 1,32 por acción (+34% interanual), la ganancia operativa fue de USD 1,68 por acción (+27%) y la ganancia neta fue de USD 1,63 por acción (+38%).

Durante la presentación, el co-CEO Scott Nuttall afirmó que en sus 30 años en la firma no recuerda un período en que la percepción externa estuviera tan desconectada de los fundamentos del negocio. Los datos acompañan esa afirmación. La exposición a software representa apenas 6% de los activos bajo gestión, y en lo que va del año KKR vendió OneStream, una de sus principales inversiones en el sector, a 4,5 veces su costo. Sus fondos para inversores individuales, pese a los titulares sobre rescates en la industria, registraron ingresos netos en el primer semestre.

En materia de captación de fondos, KKR levantó USD 34 mil millones en el trimestre y USD 133 mil millones en los últimos 12 meses, un récord histórico. En nuestro reporte de mayo mencionábamos que la firma iba camino a superar su objetivo de captar USD 300 mil millones en tres años. Ese objetivo ya fue superado, con USD 305 mil millones levantados en apenas dos años y medio.

El segundo trimestre fue además el de mayor monetización de inversiones en la historia de la compañía, con USD 848 millones en comisiones por rendimiento realizadas. Aun así, las ganancias no realizadas del portfolio continuaron creciendo hasta USD 18,2 mil millones, lo que anticipa un flujo sostenido de comisiones por rendimiento en los próximos años.

Los indicadores que anticipan la evolución futura de ganancias son igualmente sólidos. KKR cuenta con USD 72 mil millones de capital comprometido que aún no genera comisiones, un nivel récord y 30% superior al de un año atrás. Este capital comenzará a pagar comisiones de alrededor de 1,0% anual a medida que se despliegue. Por su parte, sus fondos K-Series para inversores individuales alcanzaron USD 42 mil millones en activos, frente a USD 25 mil millones un año atrás.

La firma continúa además sumando nuevas iniciativas de crecimiento. En junio lanzó Helix Digital Infrastructure, una compañía de capital permanente dedicada a proveer centros de datos, energía y conectividad para computación en la nube e inteligencia artificial. Esta iniciativa captó más de USD 10 mil millones entre capital propio de KKR y aportes de sus clientes, entre los cuales se destacan NVIDIA y el principal fondo soberano de Kuwait. KKR buscó un CEO de primer nivel para esta empresa, contratando a Adam Selipsky, ex CEO de Amazon Web Services.

Destacamos finalmente un rasgo que consideramos central en nuestra tesis, la alineación de intereses. Los empleados de KKR poseen aproximadamente 30% de las acciones de la firma, frente a un promedio de 2% en las empresas del S&P 500. Esa mentalidad de dueño se reflejó este trimestre en un cambio en el esquema de compensaciones de sus fondos de private equity para individuos, que reduce la porción de las comisiones por rendimiento destinada a empleados desde 70-80%

a 15-20%, incrementando de forma estructural la ganancia por acción disponible para los accionistas.

Con un crecimiento de casi 40% anual en la ganancia neta del trimestre, captación de fondos récord y una cartera de iniciativas en plena expansión, creemos que KKR atraviesa uno de los mejores momentos operativos de su historia, mientras sus acciones siguen cotizando a valuaciones que reflejan un escenario mucho más adverso.

## **TSMC**

TSMC es nuestra tercera mayor posición, explicando alrededor de 14% del fondo. El segundo trimestre confirmó lo que anticipábamos en reportes anteriores, una demanda que crece más rápido de lo que la compañía puede abastecer y una estructura competitiva que se sigue consolidando a su favor.

Los ingresos alcanzaron USD 40,2 mil millones, en el extremo superior de la guía, con un margen bruto de 67,7% que superó las proyecciones de la propia empresa. La computación de alto rendimiento, el segmento vinculado a inteligencia artificial, creció 20% respecto del trimestre anterior y ya explica 66% de la facturación total. A su vez, los chips más avanzados, fabricados con tecnología de 7nm en adelante, representan 77% de los ingresos.

Para el tercer trimestre la compañía proyecta ingresos de entre USD 44,6 mil millones y USD 45,8 mil millones, un crecimiento de 12% contra el trimestre previo y de 37% interanual.

Lo más significativo del trimestre fue la revisión al alza de las proyecciones anuales. En nuestro reporte de mayo informábamos que TSMC esperaba incrementar sus ingresos un 30% en 2026. La compañía elevó esa estimación a “algo más de 40% anual”, una corrección de magnitud inusual para una empresa que se caracteriza por la prudencia en sus comunicaciones.

En consecuencia, TSMC también aumentó su plan de inversiones para 2026 hasta USD 62 mil millones, desde los USD 54 mil millones que informábamos en febrero. La dirección explicó que la decisión responde a la presión de los propios clientes para acelerar la expansión de capacidad para cubrir la importante brecha actual entre demanda y capacidad instalada. Vale recordar que la compañía obtiene tasas de retorno superiores al 25% anual sobre estas inversiones, de modo que cada aumento del plan de capital constituye una buena noticia para el accionista de largo plazo.

TSMC comprometió USD 100 mil millones adicionales en Arizona, elevando su inversión total en Estados Unidos a USD 265 mil millones, con al menos cuatro plantas nuevas entre fabricación y empaquetado. Simultáneamente está construyendo trece fábricas en Taiwán al tiempo que acelera la puesta en marcha de sus instalaciones en Japón.

Destacamos por último dos elementos que hablan de la calidad de la gestión. Por un lado, la compañía monitorea el avance físico de los centros de datos de sus clientes, incluyendo obra, ubicación y riesgo de ejecución, para asegurarse de que sus chips no terminen acumulados en inventarios. Por otro, mantiene una política de precios deliberadamente moderada pese a operar con una escasez estructural de capacidad, priorizando la rentabilidad de sus clientes por sobre la captura inmediata de valor. Esa disciplina es precisamente la que sostiene relaciones comerciales de décadas y explica buena parte de la posición cuasi monopolítica que la empresa ocupa hoy.

## Resto del portfolio

Los resultados corporativos anunciados por el resto de las compañías en cartera estuvieron en línea con nuestra expectativa de creación de valor sostenido a largo plazo. No identificamos cambios relevantes que alteren nuestra tesis de inversión en estas posiciones.

**Mastercard** presentó un trimestre sólido, con ingresos creciendo 12% interanual y un salto de 19% interanual en la ganancia por acción. La diferencia entre ambas cifras se explica por apalancamiento operativo, dado que los gastos (+10% interanual) aumentaron en menor medida que los ingresos, así como por la agresiva recompra de acciones, que alcanzó un récord de USD 4.900 millones en el trimestre (+119% interanual).

Los motores del negocio se mantienen intactos. El volumen bruto procesado creció 8% en moneda local, las transacciones aumentaron 9% y el volumen transfronterizo, el segmento más rentable de la red, avanzó 12%. Lo más interesante es que las comisiones crecen sistemáticamente por encima de los volúmenes que las generan. Las comisiones transfronterizas aumentaron 20% contra un volumen de 12%, un diferencial que la compañía atribuye a precios y mezcla geográfica y que ilustra el poder de fijación de precios del duopolio.

La unidad de servicios de valor agregado expandió sus ingresos 18% interanual y aproximadamente el 60% de esos ingresos está vinculado directamente a la red de pagos. Esta es la mecánica que sostiene el crecimiento de largo plazo de la firma. Más transacciones procesadas generan más datos, y esos datos alimentan servicios de seguridad, análisis y consultoría que se venden sobre la misma base de clientes bancarios ya existente.

En materia de escala, Mastercard incorporó 230 millones de tarjetas netas en los últimos doce meses hasta alcanzar 3.700 millones en circulación, mientras renovaba acuerdos relevantes como la cartera Freedom Flex de JPMorgan Chase en Estados Unidos y la totalidad de las carteras de Banamex en México, que representan cerca de 19 millones de tarjetas. Destacamos además el acuerdo con el banco central de Emiratos Árabes Unidos para operar parte de la infraestructura doméstica de procesamiento del país, un modelo que la compañía busca replicar en otros mercados y que le otorga acceso a transacciones que hasta ahora quedaban fuera de su red.

**Moody's**, que opera en el oligopolio de calificación crediticia junto con S&P y Fitch, presentó un trimestre excepcional. Los ingresos crecieron 15% interanual mientras que la ganancia por acción registró un crecimiento de 31% interanual.

El motor fue la unidad de calificación crediticia, donde los ingresos crecieron 25%, liderados por una expansión de 34% interanual en los ingresos transaccionales. La emisión de deuda calificada superó los USD 2 billones por segundo trimestre consecutivo, con un aumento de 33% interanual, y el margen operativo del segmento alcanzó 68,3%. Este es el apalancamiento operativo que caracteriza al negocio, ya que la compañía absorbió un volumen sustancialmente mayor de emisiones sin un incremento proporcional de costos.

Como anticipamos en nuestro reporte anterior, la inteligencia artificial opera como un viento de cola para la firma. Moody's señaló que los grandes proveedores de nube ya superaron su proyección de emisión para todo 2026, habiendo colocado más deuda en lo que va del año que en los tres años previos combinados. El 20% de la emisión del trimestre estuvo vinculada a inteligencia artificial mientras que el 80% restante provino de una base ampliamente diversificada de sectores, algo que refuerza nuestra visión de que el crecimiento de la compañía no depende de una única narrativa.

La unidad de software y análisis de datos alcanzó ingresos recurrentes anualizados de USD 3.700 millones, con un crecimiento de 9% interanual y una saludable retención de clientes de 95%. La firma continúa integrando su inteligencia crediticia en las principales plataformas de inteligencia artificial empresarial y ya cuenta con más de cien conexiones activas hacia sistemas de sus clientes.

Con estos resultados, la compañía elevó su proyección de ganancia por acción para 2026 a un rango de USD 16,50 a USD 17, lo que implica un crecimiento de 12% anual en el punto medio, y aumentó su plan de recompra de acciones hasta USD 3.000 millones.

**Visa** reportó un crecimiento de 13% interanual en su ganancia por acción. El volumen de pagos creció 10% y superó por primera vez en la historia de la compañía los USD 4 billones en un trimestre, mientras las transacciones procesadas aumentaron 10% hasta 72.000 millones. El volumen transfronterizo avanzó 12%, con comercio electrónico creciendo 16%. Estados Unidos merece una mención particular, ya que el volumen creció 10%, el mayor ritmo desde 2019 (excluyendo la recuperación post-pandemia), impulsado por consumo resiliente en todos los segmentos de ingresos.

El Mundial de fútbol aportó un impulso puntual que vale la pena dimensionar. Las ciudades sede estadounidenses registraron un crecimiento de 25% en el gasto transfronterizo presencial durante las primeras semanas del torneo, mientras México y Canadá vieron aumentos de 70% y 35% respectivamente. Se trata de un efecto transitorio, aunque ilustra la capacidad de la red para capturar picos de actividad económica global sin inversión incremental alguna.

Los servicios de valor agregado crecieron 34% interanual hasta USD 3.800 millones y ya representan casi un tercio de los ingresos totales. En paralelo, la compañía continúa ganando participación en Europa, donde incorporó más de 40 millones de credenciales en doce meses, un ritmo 70% superior al del período 2019 a 2024.

Finalmente, destacamos que Visa está utilizando la inteligencia artificial para transformar su propia estructura de costos. La compañía reorganizó sus equipos de desarrollo de producto, pasando de grupos de diez o más personas a equipos de dos a cuatro, con mejoras sustanciales en velocidad de desarrollo, y anunció una reducción de personal concentrada en tecnología y producto. En simultáneo, avanza en acuerdos con OpenAI y Meta para habilitar pagos dentro de entornos de comercio conversacional. Es la misma tecnología que el mercado percibe como amenaza para tantos negocios operando aquí como palanca de eficiencia y de expansión del mercado direccionable.

En el sector de lujo, **LVMH** y **Hermès** continúan atravesando un momento de viento en contra, presionado por una combinación de factores que consideramos transitorios. El conflicto en Medio Oriente afecta tanto la demanda local en la región como el flujo de turistas de alto poder adquisitivo provenientes de Medio Oriente hacia Europa, especialmente Francia. A esto se suman las complicaciones tarifarias derivadas de la administración Trump y la guerra entre Rusia y Ucrania.

En el caso de LVMH, los ingresos del primer semestre alcanzaron EUR 38.600 millones, con un crecimiento orgánico de 2% interanual que se aceleró a 3% en el segundo trimestre, o 4% si se excluye el impacto del conflicto en Medio Oriente. La aceleración fue generalizada, con Moda y marroquinería volviendo al crecimiento tras varios trimestres de contracción y Relojes y joyería expandiéndose 9% en el semestre y a doble dígito en el segundo trimestre, impulsada por el excelente desempeño de Tiffany y Bvlgari. Vinos y espirituosas y Distribución selectiva crecieron 5% cada una. Lo más destacable es que, con un crecimiento orgánico de apenas 2%, la compañía sostuvo un margen operativo de 22,5% y expandió su margen bruto hasta 67,1%, reduciendo gastos de comercialización 2% y manteniendo los gastos administrativos planos. La ganancia neta fue de EUR 5.700 millones, en línea con el año anterior, y la deuda neta se redujo en casi EUR 2.000 millones.

Hermès, por su parte, registró ingresos de EUR 8.200 millones en el primer semestre del año, con un crecimiento de 6% a tipo de cambio constante y una aceleración a 7% en el segundo trimestre. La división de marroquinería, la más rentable del grupo, avanzó 10% interanual. Por regiones, América creció 15%, Japón 11% y Europa excluyendo Francia 9%, mientras que Medio Oriente restó aproximadamente 1,5 puntos de crecimiento al conjunto. El margen operativo se ubicó en 41% y el flujo de fondos disponible creció 18%, un dato particularmente relevante porque refleja que la compañía vendió prácticamente todo lo que produjo, sin acumular inventario. La firma cerró el semestre con una posición de caja neta de EUR 12.900 millones, y continúa expandiendo controladamente su capacidad productiva a un ritmo de un taller de marroquinería por año hasta 2030.

Un punto que merece atención en ambos casos es que el deterioro que muestran los resultados reportados es casi enteramente cambiario. En LVMH, el impacto negativo de las monedas sobre el resultado operativo ascendió a cerca de EUR 700 millones y explica en su totalidad la caída del margen en Moda y marroquinería, que a tipo de cambio constante incluso mejoró levemente. En Hermès, el efecto cambiario restó 4,5 puntos al crecimiento de ingresos y aproximadamente EUR 200 millones al resultado operativo. A esto se suma en ambas compañías la sobretasa impositiva a las grandes empresas francesas, que elevó las tasas efectivas a 30% y 35% respectivamente. Ninguno de estos factores guarda relación con la salud de los negocios subyacentes.

Mantenemos una exposición moderada a ambas compañías, que en conjunto representan menos del 8% del fondo. LVMH y Hermès son las firmas más valiosas y dominantes de una industria caracterizada por altas barreras de entrada, márgenes de rentabilidad excepcionales y un largo camino de crecimiento estructural por delante. Sus marcas, construidas y perfeccionadas a lo largo de generaciones, son irreplicables. Los episodios de debilidad transitoria como el actual han sido históricamente puntos de entrada atractivos para el inversor de largo plazo, y es desde esa perspectiva que valoramos nuestra posición en estas compañías.



## **Descargo de responsabilidad**

*Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye una oferta, invitación o recomendación para la compra o suscripción de participaciones del Fondo Zohar Global Opportunities, ni debe interpretarse como asesoramiento financiero, fiscal, legal o de otro tipo. La información contenida en este documento se basa en fuentes consideradas fiables; no obstante, Zohar Capital no garantiza su exactitud, integridad ni actualización.*

*El desempeño pasado no garantiza rendimientos futuros. El valor de las inversiones puede disminuir, y los inversionistas podrían no recuperar la totalidad del capital invertido. La rentabilidad futura estará sujeta a variaciones derivadas de la evolución de los mercados y otros factores económicos y financieros.*

*Antes de tomar cualquier decisión de inversión, se recomienda a los potenciales inversionistas consultar con sus propios asesores financieros, legales y fiscales, a fin de determinar la conveniencia de una inversión en función de sus objetivos y perfil de riesgo.*

*La distribución de este documento puede estar restringida en ciertas jurisdicciones. Corresponde a cada destinatario asegurarse de cumplir con las leyes y normativas aplicables en su país de residencia.*