ZOHAR
GLOBAL
OPPORTUNITIES

Fondo de inversión

Zohar Global Opportunities

Update trimestral - 20 de noviembre de 2026

Llegó la corrección

Desde comienzos de octubre, el mercado castigó con fuerza a las compañías asociadas a la inteligencia artificial. NVIDIA cedió 48% desde sus máximos, mientras que Alphabet, Meta y TSMC acumularon caídas de entre 25% y 35%.

Detrás de este movimiento confluyeron varios factores. Uno de los principales detonantes fue el resultado de las elecciones de medio término en Estados Unidos, donde el Partido Demócrata obtuvo el control de ambas cámaras del Congreso. Durante la campaña, numerosos candidatos cuestionaron la proliferación de centros de datos y propusieron regularlos, auditarlos o incluso frenar su construcción. A esto se sumó la abrupta salida de Jensen Huang como CEO de NVIDIA. Huang actuaba como uno de los principales articuladores del ecosistema de inteligencia artificial. Coordinaba a proveedores de chips y memorias para alinear la producción, impulsaba nuevas inversiones y promovía el financiamiento de empresas que necesitaban capital para desplegar capacidad de cómputo. Su reemplazo interino, la directora financiera Colette Kress, tiene un perfil más orientado a la disciplina financiera, lo que alimentó los temores de una menor predisposición a financiar la expansión del sector.

Más interesante que la caída es hacia dónde se desplazó el capital. Los inversores migraron hacia compañías consideradas defensivas, como Coca-Cola, Walmart y Costco, cuyas acciones alcanzaron máximos históricos o se mantienen cerca de ellos. El resultado es una paradoja. Empresas con perspectivas de crecimiento bajo cotizan a múltiplos de entre 30 y 40 veces sus ganancias, mientras que NVIDIA cotiza por debajo de 10 veces su ganancia forward y TSMC a menos de 15 veces.

En otras palabras, el mercado está pagando más por la certeza de crecer poco y menos por la posibilidad de crecer mucho, aunque con mayor incertidumbre. Entendemos la lógica de corto plazo, pero creemos que, con un horizonte de varios años, esa relación difícilmente se sostenga.

Camilo Cisera
Head portfolio manager

Brookfield

Brookfield Corporation (NYSE: BN) es nuestra idea de mayor convicción, explicando alrededor de 23% del fondo. Nuestra tesis se mantiene sin cambios. La compañía combina un gestor líder de inversiones alternativas, una unidad de seguros en rápida expansión y una amplia base de capital propio invertido junto a sus fondos.

En su Investor Day de septiembre presentó un plan para duplicar su ganancia núcleo hacia 2031, y los resultados del tercer trimestre muestran que la ejecución de ese plan avanza según lo previsto.

En nuestro reporte anterior señalábamos que la aceleración de ganancias que la compañía anticipaba para la segunda mitad del año ya comenzaba a materializarse. El tercer trimestre confirmó esta tendencia. La ganancia antes de realizaciones, de naturaleza más estable, creció 14% interanual hasta USD 0,64 por acción. La ganancia total creció 16% interanual hasta USD 0,73 por acción, incluyendo un salto de 44% interanual en el componente más volátil que son las comisiones por rendimiento de los fondos, que dependen de las monetizaciones.
El negocio de gestión de activos va camino a marcar un récord de captación de fondos por segundo año consecutivo tras captar USD 25 mil millones en el trimestre y USD 123 mil millones en lo que va del año. El capital que genera comisiones creció 13% interanual hasta USD 682 mil millones y la ganancia por comisiones fijas aumentó 15%.

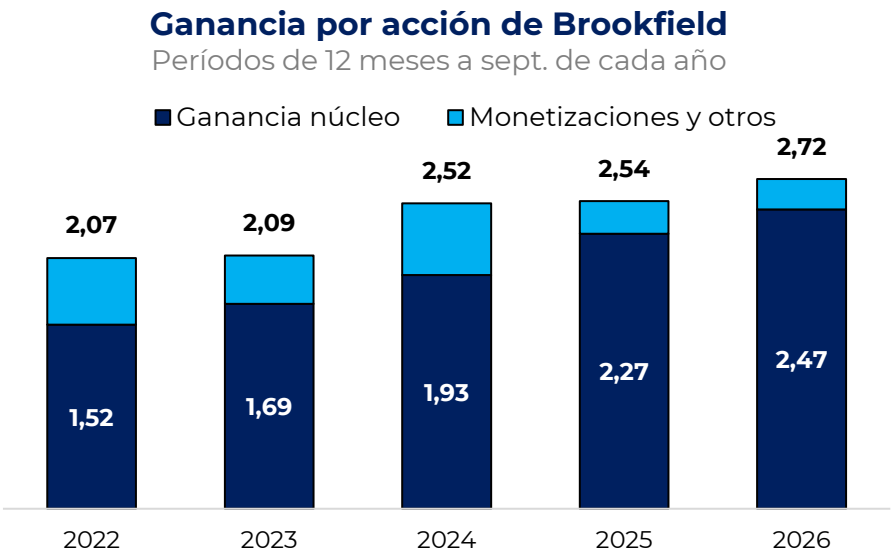
El dato más relevante llegó después del cierre del trimestre. El sexto fondo insignia de infraestructura “Brookfield Infrastructure Fund VI” recibió USD 13 mil millones adicionales en nuevos compromisos y ya acumula USD 26 mil millones captados. La compañía espera superar su objetivo de USD 30 mil millones a comienzos de 2027, y con ese tamaño dejaría atrás los USD 28 mil millones de su antecesor para convertirse en el mayor fondo cerrado de infraestructura de la historia, superando por amplio margen a sus pares de la industria. Ese fondo todavía no se refleja en los números, ya que comenzará a devengar comisiones a partir del 1 de enero de 2027.

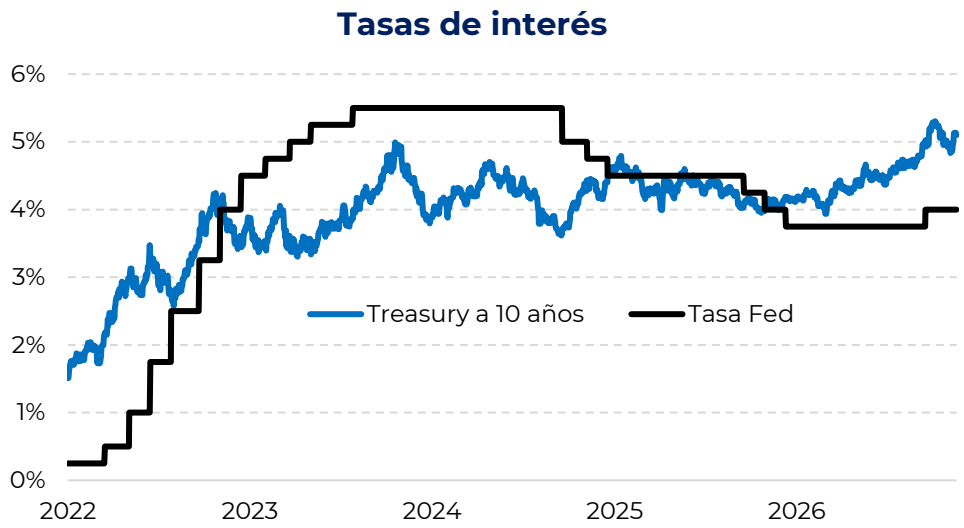
A lo largo de diversas estrategias Brookfield Asset Management cuenta con USD 68 mil millones de capital comprometido por clientes que todavía no genera comisiones. Una vez invertido, este capital sumará alrededor de USD 680 millones de ingresos anuales por comisiones fijas.

La unidad de seguros incrementó su ganancia 22% interanual hasta USD 511 millones, un ritmo en línea con el crecimiento que contempla el plan hacia 2031. Al cierre de septiembre esta unidad contaba con USD 189 mil millones en activos, buena parte de los cuales se invierten en fondos administrados por la propia Brookfield. El objetivo es cerrar 2026 con más de USD 200 mil millones en activos dentro de su aseguradora.

En los últimos 12 meses, la ganancia núcleo de Brookfield alcanzó USD 2,47 por acción, representando un crecimiento de 13% anual desde 2022. Resulta

remarcable que la compañía haya logrado este crecimiento a pesar del contexto adverso de tasas de interés elevadas, inflación persistente, tarifas y conflictos bélicos que caracterizaron este período. Brookfield hoy cotiza a 15,3 veces su ganancia núcleo. Si sumamos el componente de ganancia por realizaciones, que no está incluido en la ganancia núcleo, Brookfield cotiza a 13,9 veces sus ganancias de los últimos 12 meses.





Estos múltiplos de valuación se tornan aún más atractivos cuando tenemos en cuenta el crecimiento futuro. Brookfield cuenta con numerosos fondos maduros que están entrando en etapa de liquidación, lo cual dará un empujón importante a la ganancia por realizaciones (la misma que subió 44% interanual en el último trimestre). La empresa estima generar USD 11 mil millones en comisiones por rendimiento en los próximos 5 años, y un total de USD 54 mil millones en flujo de fondos libre durante dicho lapso. Para poner en perspectiva, esto equivale a 58% de su valor de mercado actual.

Con una ejecución en línea con su plan a 2031 y múltiplos de valuación deprimidos, Brookfield continúa siendo nuestra idea de mayor convicción.

KKR

KKR es nuestra segunda mayor posición, explicando alrededor de 18% del fondo. Comparte con Brookfield buena parte de los rasgos que buscamos en un gestor de inversiones alternativas. Ambas operan franquicias diversificadas en private equity, real estate, infraestructura y crédito privado, cuentan con su propia operación de seguros y, a diferencia de la mayoría de sus competidores, reinvierten la mayor parte de sus ganancias dentro del negocio en lugar de distribuirlas. Ambas combinan además alta rentabilidad, crecimiento acelerado y valuaciones que consideramos deprimidas.

La diferencia está en su especialidad. Brookfield lidera en infraestructura mientras que KKR se destaca en private equity, un segmento más rentable a largo plazo pero también más volátil entre años buenos y malos. Es precisamente esa volatilidad la que el mercado viene castigando.

En nuestro reporte anterior señalábamos que el mercado estaba sobrerreaccionando frente a los temores sobre software, crédito privado y monetización de inversiones. El tercer trimestre volvió a respaldar esta lectura. Por segundo trimestre consecutivo KKR reportó récords en sus tres métricas principales. La ganancia por comisiones fijas subió 24% interanual hasta USD 1,42 por acción, con un margen de 71%, el más alto de su historia. La ganancia operativa, que incorpora el resultado de su unidad de seguros y tenencias estratégicas, avanzó 21% hasta USD 1,88. Finalmente, la ganancia neta total, que incorpora todas las fuentes de ingresos, incluyendo monetizaciones, netas de costos e impuestos, creció 26% hasta USD 1,78.

A contramano de la industria, las monetizaciones de KKR desafían el contexto macroeconómico adverso. En lo que va del año KKR devolvió USD 31 mil millones a sus clientes, más que en cualquier año completo de su historia, y espera superar USD 40 mil millones en 2026. La operación más destacada fue la venta de USI, una corredora de seguros estadounidense que fue la primera inversión de su área de tenencias estratégicas, creada en 2017. KKR la vendió a 6 veces el capital invertido 9 años atrás, con una prima de 33% sobre la valuación a la que la tenía registrada en su balance. Al completarse, la venta aportará USD 3.300 millones de liquidez después de impuestos y una ganancia de más de USD 2 por acción.

El destino de esos fondos ilustra la disciplina de la compañía en la asignación de capital. KKR ya anunció tres adquisiciones para su cartera de tenencias estratégicas que, con menos capital del que liberó USI, reemplazarían casi por completo las ganancias de dicha compañía. Además, recompró acciones por más de USD 900 millones en lo que va del año a un precio promedio de USD 92.

Los indicadores adelantados siguen en niveles récord. El capital comprometido que todavía no genera comisiones alcanzó USD 75 mil millones, frente a USD 72 mil millones en nuestro reporte anterior, y los activos bajo gestión en fondos K-Series para inversores individuales crecieron 55% interanual hasta USD 45 mil millones.

Las acciones de KKR cotizan en torno a 15 veces la ganancia de los últimos 12 meses, que creció 17% anual, y a unas 12,6 veces la ganancia que proyectamos para los próximos 12 meses. Se trata de valores deprimidos para una empresa de su calidad y perfil de crecimiento.

Con resultados récord, una asignación de capital que crea valor visible para el accionista y múltiplos deprimidos, KKR continúa siendo una de las oportunidades más atractivas que vemos en el mercado.

TSMC

Taiwan Semiconductor Manufacturing Company, o TSMC atraviesa un momento sobresaliente. En el tercer trimestre sus ingresos crecieron 41% interanual hasta USD 46,7 mil millones, por encima del extremo superior de la guía que informábamos en nuestro reporte anterior. La ganancia neta aumentó 58% en dólares hasta cerca de USD 23,9 mil millones, con un margen neto de 51%, y el retorno sobre el capital alcanzó 45,5%, frente a 37,8% un año atrás. Son niveles muy superiores a los que esperaríamos de la compañía en tiempos normales, y reflejan una demanda que crece más rápido que su capacidad de producción.

Las proyecciones acompañan. En mayo informábamos que TSMC esperaba aumentar sus ingresos 30% en 2026, y en septiembre que había elevado esa estimación a algo más de 40%. Ahora proyecta un crecimiento de 44%, y para el cuarto trimestre anticipa ingresos de entre USD 52,3 mil millones y USD 54,3 mil millones, 58% más que un año atrás en el punto medio.

Lo más destacable es la forma en que la compañía construye su visibilidad sobre la demanda. La complejidad de los chips más avanzados obliga a sus clientes a planificar con años de anticipación, por lo que TSMC conoce en detalle sus hojas de ruta y planes de producción. Aun así, no confía ciegamente en esas proyecciones. La firma envía sus propios equipos a verificar en persona el avance en la construcción de centros de datos y la disponibilidad de energía para su funcionamiento. Según su CEO, C.C. Wei, los resultados de esas visitas fueron satisfactorios. Esa información alimenta sus decisiones de inversión, que en 2026 rondarán los USD 62 mil millones y serán significativamente mayores en los próximos 2 años.

Al mismo tiempo, la capacidad de producción de TSMC está completamente reservada. Wei señaló que la demanda sigue muy por encima de lo que la compañía puede abastecer y que sus clientes continúan aumentando sus pedidos. Esto resulta especialmente relevante tras la abrupta y controversial salida de Jensen Huang de la conducción de NVIDIA, uno de sus principales clientes, que generó incertidumbre sobre el futuro de esa compañía. Aun si NVIDIA redujera sus pedidos, ese espacio sería ocupado rápidamente por otros diseñadores de chips como Broadcom o AMD. En un contexto de exceso de demanda, el destino de un cliente en particular no altera la posición de TSMC.

Con ingresos récord, una rentabilidad excepcional, visibilidad de varios años sobre la demanda y una capacidad que no alcanza para abastecer a todos sus clientes, TSMC continúa siendo una de las compañías de mayor calidad de nuestro portfolio.

Nueva posición: NVIDIA

Durante el trimestre incorporamos NVIDIA al portfolio, con una posición de alrededor de 3% de los activos del fondo. A diferencia de nuestras inversiones principales, no se trata de una idea de máxima convicción, sino de una exposición deliberadamente acotada a una tesis con riesgos importantes.

Las acciones de NVIDIA perdieron prácticamente la mitad de su valor en menos de dos meses. A un aplastante triunfo del Partido Demócrata, partidario de moderar y revisar las inversiones en centros de datos, en las elecciones de medio término de Estados Unidos, se sumó recientemente la abrupta y controversial salida de su fundador y CEO, Jensen Huang, un líder visionario que cumplía un rol fundamental como coordinador de las inversiones y financista a lo largo del ecosistema que desarrolla la inteligencia artificial. Con su partida, el liderazgo futuro de NVIDIA está en duda.

No invertimos en NVIDIA esperando que conserve el dominio que tuvo en los últimos años, sino bajo la convicción de que, aún con menor participación de mercado y márgenes menos brillantes que los actuales, seguirá siendo una firma sobresaliente, con elevada rentabilidad, alto retorno sobre el capital y un largo camino de crecimiento acelerado por delante.

A su vez, destacamos el foco de la actual conducción en el retorno al accionista. Colette Kress, directora financiera desde 2013 y hoy CEO interina, definió la devolución de capital como una prioridad absoluta y anticipó que, en adelante, la compañía devolverá su flujo de fondos libre excedente entre recompras y dividendos. La firma cuenta con USD 227 mil millones autorizados para recompras hasta fines de 2027 (~7,5% de su valor de mercado actual). A los precios actuales, estimamos que NVIDIA podría recomprar más de 40% de sus acciones en los próximos cinco años.

Lo que compramos

Los resultados presentados el 17 de noviembre dan cuenta de la calidad del negocio y el auge que vive actualmente. Los ingresos se duplicaron respecto de un año atrás, alcanzando USD 115,8 mil millones en los últimos 3 meses, con un margen bruto de 75% y un margen neto de 56%. La compañía anticipó ingresos por USD 130 mil millones para el próximo trimestre y un crecimiento de 75% anual en 2027.

NVIDIA diseña sus chips pero no los fabrica, lo que resulta en una estructura liviana en capital. A su vez, gracias a un elevado retorno sobre el capital, que supera cómodamente el 70% anual, la firma puede mantener su acelerado crecimiento con mínimas necesidades de reinversión. Estos factores se traducen en una alta conversión de ganancias en flujo de fondos libres. Solo en el último trimestre la

firma generó USD 43,8 mil millones de flujo de fondos libre (~1,4% de su valor de mercado actual).

Esta rentabilidad se apoya en dos ventajas competitivas. La primera es CUDA, la plataforma de software que NVIDIA desarrolla desde 2006 y sobre la cual una enorme comunidad de programadores construyó buena parte de las aplicaciones de inteligencia artificial actuales. Un programa escrito para CUDA no funciona directamente en los chips de la competencia, lo que encarece cambiar de proveedor. La segunda es el acceso a la producción. Los chips más avanzados se fabrican casi exclusivamente en TSMC, cuya capacidad, como señalamos más arriba, está completamente reservada al menos hasta 2028. NVIDIA tiene asegurada una porción importante de la capacidad productiva de TSMC hasta el final de la década.

Lo que puede salir mal

El primer riesgo es la propia sucesión. Durante tres décadas, Huang fue la mente brillante detrás de la estrategia tecnológica de NVIDIA, su cultura y su relación con los principales clientes, y su salida no fue planificada. El directorio descarta su regreso y todavía busca un sucesor permanente. La desmotivación entre empleados y posible pérdida de talento clave son posibilidades reales.

El segundo riesgo es competitivo. Gigantes como Google, Amazon y Microsoft tienen enormes incentivos para desarrollar sus propios chips, y lo vienen haciendo de manera creciente. A su vez, los diseños de AMD avanzan aceleradamente en cerrar la brecha con NVIDIA. Por otro lado, la propia inteligencia artificial está abaratando la migración desde CUDA. Por esto motivos, NVIDIA captura solo ~40% de los acuerdos futuros de capacidad de cómputo de grandes laboratorios, frente a una cuota de mercado superior al 80% entre 2023 y 2025. Es razonable esperar que en los próximos años la firma pierda participación y sus márgenes se resientan. A esto se suma un frente más duro con China, un mercado que de forma directa e indirecta podría explicar hasta 20% de sus ingresos y cuyas ventas están bajo la lupa del gobierno norteamericano.

El tercer riesgo es una desaceleración abrupta de la inversión en centros de datos. Los grandes proveedores de nube y laboratorios de IA explican más de la mitad de los ingresos de la firma y financian cada vez más sus gastos de capital con deuda. Si el mercado de deuda se cierra, la capacidad de financiar estas inversiones se vería comprometida, lo que podría desacelerar el ritmo de construcción y afectar directamente los ingresos de NVIDIA.

Una posición acotada

Contemplados estos riesgos, el precio nos parece atractivo. NVIDIA cotiza por debajo de 9 veces la ganancia que estimamos para los próximos 12 meses, aproximadamente la mitad del múltiplo del S&P 500. Es una valuación que no corresponde a una compañía en pleno crecimiento, sino a una cuyo negocio se deteriora. Nuestra tesis es la contraria, ya que creemos que, aun perdiendo participación y margen, NVIDIA seguirá siendo uno de los negocios tecnológicos más rentables del mundo.

El tamaño de la posición completa el razonamiento. Con un 3% del fondo, equivocarnos no compromete el portfolio, pero si los temores actuales resultan exagerados, NVIDIA puede aportar un retorno significativo. No necesitamos que recupere su dominio absoluto ni que mantenga sus márgenes actuales para que la inversión funcione. Necesitamos que siga siendo un negocio altamente rentable durante muchos años. Se trata, en definitiva, de una apuesta asimétrica, en la que el margen de seguridad reside tanto en el precio que pagamos como en el tamaño de la posición.

Resto del portfolio

Mastercard y **Visa** explican en conjunto alrededor de 23% del fondo, es decir que contamos con una exposición a este duopolio similar a la que tenemos en Brookfield, nuestra idea de mayor convicción.

En nuestro reporte de mayo señalábamos que ambas cotizaban en torno a 23 veces las ganancias esperadas para los próximos 12 meses, un nivel que históricamente marcó un piso para estas acciones. Desde entonces sus cotizaciones subieron en torno al 30%, y hoy el grupo cotiza a unas 28 veces esa métrica. Parte de esa suba refleja el crecimiento de sus ganancias y parte una recuperación del múltiplo. En otras palabras, el mercado comenzó a reconocer el valor que señalábamos.

Los resultados acompañan. En el tercer trimestre, Mastercard aumentó sus ingresos 14% interanual y su ganancia por acción 21%. Visa, que cerró su año fiscal en septiembre, registró subas de 13% y 17%, respectivamente. En ambos casos los segmentos más rentables crecieron por encima del promedio. El volumen transfronterizo avanzó 11% en Mastercard y 14% en Visa, y los servicios de valor agregado de Mastercard crecieron 19%.

Las dos compañías siguen además devolviendo capital a sus accionistas de forma agresiva. En su último año fiscal, Visa destinó USD 25,6 mil millones a recompras y dividendos, por encima de su flujo de fondos libre de USD 22,1 mil millones, y elevó su dividendo 16%. Mastercard, por su parte, recompró acciones por USD 3.000 millones en el trimestre, que se sumaron al récord de USD 4.900 millones recomprados en el trimestre previo, tiempo en el cual su valuación marcaba un piso.

Finalmente, ambas avanzan en la adaptación de sus redes al comercio realizado por agentes de inteligencia artificial. Mastercard firmó este trimestre una alianza estratégica amplia con OpenAI, que se suma a los acuerdos de Visa con OpenAI y Meta que mencionábamos en nuestro reporte anterior.

Moody's atravesó un trimestre de menor crecimiento. La volatilidad y la suba de las tasas de interés llevaron a muchas compañías a postergar sus emisiones de deuda, en especial las de menor calificación crediticia, que son las que más comisiones pagan por calificación. Así, la emisión de deuda calificada cayó 2% interanual, aunque lo hizo frente a un récord del año anterior. La ganancia por acción de Moody's creció solo 6% interanual, frente al 31% del trimestre anterior.

No obstante, las emisiones no desaparecieron, sino que se demoraron. Las necesidades de refinanciación de deuda en Estados Unidos, Europa, Medio Oriente y África superan los USD 5 billones en los próximos cuatro años. En ese contexto, la compañía mantuvo su proyección de ganar entre USD 16,50 y USD 17 por acción en 2026, un crecimiento de 12% en el punto medio que nos parece saludable.

Seguimos viendo a Moody's como un negocio de alta calidad, con fuertes barreras de entrada y un elevado retorno sobre el capital. Además, como señalamos en reportes anteriores, es una beneficiaria directa del auge de inversiones en inteligencia artificial, que se financia cada vez más con deuda. En el trimestre, la emisión vinculada a infraestructura de IA y energía se multiplicó por cuatro respecto de un año atrás. La firma estima además que la inversión de los grandes proveedores de nube pasará de unos USD 800 mil millones en 2026 a más de USD 1 billón en 2027.

En el sector de indumentaria y artículos de lujo, **LVMH** y **Hermès** solo dieron a conocer sus ventas del tercer trimestre. Como mencionamos en reportes anteriores, en línea con los requisitos del mercado francés donde cotizan, ambas compañías presentan sus resultados completos de forma semestral e informan sus ingresos cada trimestre.

Hermès acumula ingresos por EUR 12.300 millones en los últimos 9 meses, con un crecimiento de 6% a tipo de cambio constante. LVMH suma EUR 57.100 millones en igual lapso, con un crecimiento orgánico de solo 2% interanual. En ambos casos se trata de valores decepcionantes, propios de la fase baja del ciclo. Si TSMC experimenta crecimiento y rentabilidad por encima de lo que esperaríamos en tiempos normales, LVMH y Hermès se encuentran en el extremo opuesto.

Mantenemos una exposición moderada a ambas compañías, que en conjunto representan menos del 5% 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.

Esperamos el comienzo de una recuperación dentro de los próximos 2 años, para lo cual será clave la evolución del consumo en China y el final de las hostilidades en Medio Oriente y entre Rusia y Ucrania.

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.