

# Comentario

## 1<sup>er</sup> Semestre 2026

### Resumen y rentabilidades

El primer semestre de este año ha estado marcado por un evento en concreto, que ha creado volatilidad en los mercados globales, con especial impacto en Asia. En este contexto, el **HAMCO Global Value Fund (HGVF)** cerró el semestre con una rentabilidad del **+3,39%** de media de las tres clases, manteniendo la rentabilidad positiva después del estallido del conflicto en Irán.

El **HAMCO Quality Fund (HQF)**, que se había revalorizado menos antes del estallido del conflicto, cerró el semestre con una rentabilidad del **-0,21%** [1].

**Las rentabilidades obtenidas en 2026 para el HGVF** se sitúan en el **+3,27%** para la clase R, **+3,33%** para la clase F y **+3,58%** para la clase I al cierre de junio [1], frente al **+12,16%** registrado por el índice de referencia en el mismo periodo [2].

Desde su inicio, el fondo ha obtenido una rentabilidad del **+170,54%** en la clase R, **+182,53%** en la clase F y **+226,44%** en la clase I [3]. **Las rentabilidades anualizadas desde el inicio** han sido del **+16,54%** en la clase R (frente a un +9,58% del índice de referencia), **+16,68%** en la clase F (frente a un +10,35% del índice de referencia) y **+23,02%** en la clase I (frente a un +13,18% del índice de referencia). Estas rentabilidades anualizadas siguen siendo superiores a las del índice de referencia y muestran la importancia de invertir con un horizonte de largo plazo.

## El trimestre en los mercados

Si tuviéramos que resumir el mercado de los últimos meses en una frase, sería esta: **todo va de inteligencia artificial** y de quién se beneficia de ella, y todo lo demás se ha quedado esperando. Algunos subsectores o compañías, como los brokers coreanos, RS Tech, Methode, etc., marcan la lista de nombres que han cabalgado esta ola —que es cada vez más larga—, mientras que el resto del mercado (el que no tiene una historia de IA que contar) ha cotizado como si no existiera. Tenemos exposición a varios de estos beneficiarios y nos ha ayudado, pero queremos ser claros: no es ni de lejos el motor de la cartera, y no lo va a ser. **Seguimos siendo**, ante todo, **inversores deep value**, y esa distinción importa mucho para entender el resto de esta carta, porque casi todo lo que ha pasado en nuestra cartera este año es la otra cara de esa misma moneda.

Esa **bifurcación del mercado** —la IA y sus beneficiarios por un lado, todo lo demás por otro— no ha ocurrido en el vacío. Ha coincidido con la guerra de Irán, que ha sido el verdadero catalizador detrás de casi todos los movimientos que vamos a repasar. La primera consecuencia directa se produjo en energía, donde los precios se han mantenido generalmente fuertes durante todo el año. Aquí tuvimos la suerte, o quizá simplemente la disciplina, de haber acumulado posiciones cuando nadie las quería, así que cuando los precios subieron, aprovechamos esa fortaleza para reducir exposición y recoger beneficios donde la revalorización ya se había materializado. No hemos perdido la convicción en el sector a largo plazo; simplemente **preferimos rotar capital** hacia ideas donde el **margen de seguridad es más atractivo**, que es exactamente lo contrario de lo que hace la mayoría cuando un sector está de moda.

Esa misma subida de precios energéticos, sin embargo, tiene un lado menos amable. **Indonesia y Filipinas** son economías sensibles a la energía y al apetito de riesgo global, y la guerra de Irán ha golpeado con fuerza a ambos mercados. En el caso de **Indonesia** todavía no hemos visto una recuperación real, y a ello se le añade el riesgo adicional de una posible rebaja en los índices MSCI, que seguirá generando salidas de flujos pasivos mientras ese riesgo esté sobre la mesa. **Filipinas**, en cambio, parece que está cogiendo tracción en las últimas semanas, algo que conviene vigilar de cerca porque suele ser la señal temprana de que un mercado está tocando fondo antes que sus vecinos. Lo relevante para nosotros es que ambos mercados **cotizan hoy por debajo de los mínimos del Covid** y que eso, lejos de ser una señal de alarma, es precisamente el tipo de dislocación que **llevamos más de veinticinco años buscando y capitalizando**: hemos seguido añadiendo exposición en dichos mercados porque las valoraciones son muy bajas frente a la calidad de los negocios que se pueden comprar a esos precios.

En el **sector de la automoción**, que ha sido de lo peor del año con diferencia, ha sufrido por el lado de la demanda y los márgenes. **El sector en general lo ha pasado mal**, pero nuestros concesionarios en China y Brilliance (BMW en China) en particular han sufrido más



de la cuenta, golpeados por una demanda de coche nuevo débil y una guerra de precios que lleva ya demasiado tiempo destruyendo márgenes. Dicho esto, y esto es importante, **empezamos a ver señales de estabilización** de precios en las ventas de coche nuevo, que, si se consolidan, deberían ser **un catalizador claro** para el negocio de los concesionarios, cuyo modelo depende tanto del volumen como del margen por unidad. **La historia** de fondo aquí **no ha cambiado**: seguimos convencidos de la tesis. Lo que ha cambiado es la **paciencia** que hace falta **hasta que el mercado se dé cuenta**, y ya sabemos por experiencia que esa paciencia **suele ser la parte más difícil, no la más arriesgada**, de invertir a largo plazo.

Y aquí queremos detenernos, porque este es quizá **el mensaje más importante** de toda la carta: **nos gustan los negocios que tenemos en cartera**. No lo decimos como frase de consuelo después de un año con altibajos; lo decimos porque es el criterio con el que decidimos si mantenemos o añadimos una posición, y **hoy ese criterio nos dice que hay que seguir comprando**. Con ello no queremos decir que todo haya ido bien, porque no ha sido así. Indonesia ha sido el gran lastre del año, pero Corea también ha pesado, y por un motivo distinto al de Indonesia: allí el *deep value* en general lo ha pasado mal durante los meses de guerra, no porque los negocios se hayan deteriorado, sino porque, cuando el mercado entra en modo pánico, lo primero que se vende es lo más barato y lo menos líquido, no necesariamente lo peor. Eso es exactamente lo que hemos visto, y es la misma dinámica de *risk-off* que ha empujado capital hacia los beneficiarios de la IA de los que hablábamos al principio: **el dinero ha huido de lo barato y poco seguido hacia lo caro y muy seguido**, que es la definición casi perfecta de un mercado dominado por el miedo más que por los fundamentales.

La pregunta que más nos hacen ahora es si volveremos al *momentum* previo a la guerra. La respuesta honesta es que, ahora mismo, parece que va a llevar tiempo: los flujos no cambian de dirección de la noche a la mañana, y el apetito por el *deep value* sigue frío. Dicho esto, julio ha empezado bien y, aunque un mes no hace una tendencia, es el primer indicio en semanas de que el péndulo puede estar empezando a moverse en la dirección correcta. Preferimos, como siempre, dejar que sean los resultados de los negocios los que hablen antes que dejarnos llevar por las expectativas, pero es un buen punto desde el que empezar el segundo semestre.



## HAMCO Global Value Fund (HGVF)

Como hemos señalado, este semestre ha estado marcado por la volatilidad y, de momento, mantenemos la rentabilidad positiva en el año. La rentabilidad positiva ha sido resultado de una combinación de factores:

- La contribución inicial de **“Corea Deep Value”**.
- La **exposición a energía** en el momento adecuado.
- Una cartera con un punto de partida en **valoración más exigente** para el mercado.

### Movimientos relevantes en cartera en el último semestre:

**Las posiciones ligadas a energía y petróleo** actuaron como elemento estabilizador de la cartera durante la volatilidad y, precisamente por esa fortaleza, **hemos ido reduciéndolas** de forma progresiva, reasignando capital hacia compañías que habían sido castigadas de forma indiscriminada. Este tipo de rotación, vender lo que ha protegido y recomprar lo que el mercado penaliza, es una parte esencial de nuestro proceso.

Los principales contribuidores y detractores a la rentabilidad del fondo durante el segundo trimestre de 2026 fueron los siguientes:

### Top 5 contribuidores

| Empresa             | Rentabilidad total | Contribución al HGVF |
|---------------------|--------------------|----------------------|
| Methode Electronics | +197%              | +1,77%               |
| Sasol               | +58%               | +1,70%               |
| Helen of Troy       | +40%               | +1,09%               |
| Ziff Davis          | +53%               | +0,99%               |
| Sirius XM           | +55%               | +0,81%               |

### Top 5 detractores

| Empresa                     | Rentabilidad total | Contribución al HGVF |
|-----------------------------|--------------------|----------------------|
| Ferrexpo                    | -60%               | -0,76%               |
| ZhongSheng                  | -57%               | -0,72%               |
| China Yongda Automobiles    | -59%               | -0,65%               |
| Brilliance China Automotive | -51%               | -0,59%               |
| GT Capital Holdings         | -18%               | -0,53%               |



## HAMCO Quality Fund (HQF)

El HQF ha tenido un comportamiento más moderado en el conjunto del semestre, penalizado principalmente por:

- Una menor exposición a **“Corea Deep Value”** en el tramo alcista.
- La ausencia de compañías energéticas que actuasen como cobertura en marzo.

No obstante, es importante destacar que, **en el mes de marzo, en el punto de mayor estrés del mercado, el HQF mostró un leve outperformance**, reflejando la resiliencia inherente de su sesgo hacia compañías de mayor calidad, algo que pensamos que continuará sucediendo a lo largo de la historia del fondo.

Los principales contribuidores y detractores a la rentabilidad del fondo fueron los siguientes:

### Top 5 contribuidores

| Empresa         | Rentabilidad total | Contribución al HQF |
|-----------------|--------------------|---------------------|
| Ziff Davis      | +53%               | +1,19%              |
| Bermaz Auto     | +51%               | +1,14%              |
| Helen of Troy   | +82%               | +0,89%              |
| DN Automotive   | +53%               | +0,86%              |
| RS Technologies | +73%               | +0,65%              |

### Top 5 detractores

| Empresa                     | Rentabilidad total | Contribución al HQF |
|-----------------------------|--------------------|---------------------|
| Brilliance China Automotive | -51%               | -1,25%              |
| Everforth                   | -60%               | -1,02%              |
| China Yongda Automobiles    | -59%               | -1,02%              |
| Zhongsheng Group            | -57%               | -0,99%              |
| Astra International         | -32%               | -0,52%              |

## Actualidad HAMCO

Tras haber escuchado a nuestros inversores a principio de año a través de una encuesta, seguimos tratando de crecer y mejorar.

La noticia más relevante es que **Pablo Istillarte ha asumido la dirección general** de Hamco AM. Pablo lleva con nosotros desde el arranque de la gestora en España y conoce el negocio, la filosofía de inversión y a nuestra base de inversores tan bien como cualquiera. John Tidd seguirá como presidente y director de inversiones, dedicado por completo a analizar oportunidades, invertir y proteger el capital, que es donde más valor aporta. No es un cambio de rumbo: es la consecuencia natural de haber superado los 260 millones de euros bajo gestión, con 60 millones de entradas netas solo en lo que va de año, y de que en algún momento la estructura tiene que ponerse a la altura de la gestión.

En esa misma línea, **Mathias Burger y Juan José Torrecillas han pasado a codirigir el área de análisis**, con la supervisión directa del equipo de cuatro analistas. Los dos llevan años en el día a día de nuestro proceso de inversión, de modo que este cambio no añade una capa de gestión sobre el análisis; simplemente reconoce y ordena algo que en la práctica ya venían haciendo: asegurarse de que cada idea que entra en cartera ha pasado por el mismo nivel de exigencia.

Y la novedad que más disfrutamos: **en mayo celebramos en Madrid nuestra primera conferencia anual de inversores**, en el Hotel Hesperia. Fernando de Solís moderó la sesión de preguntas, Pablo repasó los hitos de la firma, John Tidd compartió nuestra trayectoria y cómo vemos el mercado, y Mathías y Juan José entraron al detalle de varios casos de inversión concretos. Si algo sacamos en claro de esa conferencia es que ustedes quieren más acceso a cómo pensamos, no menos, así que la idea es repetirla cada año. **Para quienes no pudieron asistir, queda el [vídeo](#) que colgamos en nuestro canal de Youtube.**

Otras apariciones en podcast y entrevistas fueron las siguientes:

- Fernando de Solís en [Tu Dinero Nunca Duerme](#) en unos de los programas de abril.
- Pablo Istillarte en [La Orden del Dinero](#).
- Por primera vez, John Tidd en [Value Investing FM](#).
- Cómo analizar empresas con Pablo Istillarte en [WorldStocks](#).
- Fernando de Solís en [Tu Dinero Nunca Duerme](#) en el mes de mayo.
- John Tidd entrevistado por [Vicente Varó en Finect](#).
- Juan José Torrecillas en [Inversión con Nombre Propio](#).
- Mathias Burger explicando cómo analizar empresas energéticas en [WorldStocks](#).

## Un último mensaje al inversor: largo plazo, paciencia y optimismo

No nos gustaría que, después de haber leído la carta, se hubiera percibido un tono que pueda invitar al desánimo, porque no es lo que sentimos. **Hemos pasado por** episodios de pánico y de **desconexión entre precio y valor muchas veces en estos más de veinticinco años**, y en todos ellos la **paciencia** y la **disciplina** de seguir comprando cuando nadie quería hacerlo **terminó siendo la decisión correcta. Hoy la cartera está**, si acaso, **más barata de lo habitual**, con catalizadores identificables: la estabilización de precios en autos, la eventual normalización de flujos hacia el sudeste asiático y el propio arranque de julio que parece dibujar un cambio en los mercados. Nada de esto garantiza que el rebote llegue mañana, pero sí nos da motivos razonables para mirar a los próximos trimestres con más ilusión de la que teníamos al cerrar el primero.

Como siempre, seguimos invertidos junto a ustedes, con la mayor parte de nuestro patrimonio personal en el fondo y con la misma disciplina de siempre: **comprar buenos negocios a precios extraordinarios**, diversificar para poder aguantar los episodios como el de este semestre y tener la paciencia de esperar a que el mercado nos dé la razón.

A todos los nuevos inversores que se incorporaron en 2025 y quienes lo han hecho este semestre, les agradecemos sinceramente la confianza y les pedimos paciencia para que puedan recoger unos resultados igual de satisfactorios que los de quienes nos acompañan desde hace años.

**Seguiremos trabajando** con disciplina, rigor y visión de largo plazo, con el objetivo de generar **resultados atractivos a medio y largo plazo**, incluso en entornos de mercado difíciles como el actual.



## (01) Evolución del fondo

Hamco Global Value Fund



Hamco Quality Fund



## (02) Rentabilidades

| Rentabilidades a 31/03/2026      | NAV     | MTD    | YTD     | 2025   | 2024   | 2023   | 2022    | 2021   | 2020   | 5 años | 5 años anualizado | Desde inicio |
|----------------------------------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|-------------------|--------------|
| <b>HAMCO Global Value Fund R</b> | 270,542 | -4,17% | 3,27%   | 7,43%  | 10,64% | 10,94% | 29,14%  | 40,10% | 9,99%  | 83,13% | 12,86%            | 16,54%       |
| World ex-US NTR EUR              |         | 1,89%  | 12,16%  | 16,25% | 18,42% | 13,24% | -10,02% | 30,25% | -9,96% | 66%    | 10,75%            | 8,15%        |
| <b>HAMCO Global Value Fund F</b> | 282,526 | -4,66% | 3,33%   | 7,72%  | 11,15% | 11,04% | 32,15%  | 43,54% | 10,46% | 88,91% | 13,57%            | 16,68%       |
| World ex-US NTR EUR              |         | 1,89%  | 12,16%  | 16,25% | 18,42% | 13,24% | -10,02% | 30,25% | -9,96% | 66%    | 10,75%            | 8,99%        |
| <b>HAMCO Global Value Fund I</b> | 326,442 | -4,08% | 3,58%   | 7,99%  | 11,25% | 12,85% | 28,78%  | 40,87% | -      | 88,56% | 13,52%            | 23,02%       |
| World ex-US NTR EUR              |         | 1,89%  | 12,16%  | 16,25% | 18,42% | 13,24% | -10,02% | 30,25% | -9,96% | 66%    | 10,75%            | 11,65%       |
| <b>HAMCO Quality Fund R</b>      | 101,470 | -2,21% | -1,78%  | 3,31%* | -      | -      | -       | -      | -      | -      | -                 | 3,31%        |
| World ex-US NTR EUR              |         | 1,89%  | 12,16%  | 6,99%* | 18,42% | 13,24% | -10,02% | 30,25% | -9,96% | 66%    | 10,75%            | 6,99%        |
| <b>HAMCO Quality Fund I</b>      | 95,474  | -2,34% | -4,53%* | -      | -      | -      | -       | -      | -      | -      | -                 | -            |
| World ex-US NTR EUR              |         | 1,89%  | 5,98%*  | -      | -      | -      | -       | -      | -      | -      | -                 | -            |

\* El fondo Hamco Quality Fund fue lanzado en agosto de 2025. La rentabilidad del 2025 corresponde al periodo entre lanzamiento de la clase R y cierre del ejercicio 2025. La rentabilidad de la Clase I YTD corresponde igualmente al periodo desde su lanzamiento el 09/02/2026 y el cierre del semestre.

## (03) Múltiplos

|                  | HAMCO Global Value Fund | HAMCO Quality Fund | World ex-US NTR EUR |
|------------------|-------------------------|--------------------|---------------------|
| <b>P/E</b>       | 4,84                    | 7,52               | 15,92               |
| <b>P/BV</b>      | 0,41                    | 0,86               | 2,2                 |
| <b>P/S</b>       | 0,19                    | 0,34               | 1,87                |
| <b>P/CF</b>      | 2,11                    | 3,55               | 10,78               |
| <b>DVD yield</b> | 3,75%                   | 4,32%              | 2,88%               |
| <b>ROE</b>       | 10%                     | 14,5%              | 14%                 |



**DISCLAIMER:**

La información contenida en este documento ha sido elaborado por HAMCO AM SGIIC y tiene carácter informativo sobre las instituciones de inversión colectiva a la que se refiere. Su contenido no debe ser considerado como oferta de venta, solicitud de una oferta de compra de ningún producto o servicio de inversión, ni una recomendación o propuesta de inversión personalizada, ni constituye asesoramiento en materia de inversión, ya que en su elaboración no se han tenido en cuenta ni conocimientos, ni experiencia en el ámbito de la inversión, ni situación financiera, ni objetivos de inversión. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

**REFERENCIAS:**

[1] Rentabilidad neta relativa al periodo: desde el 31 de diciembre de 2025 hasta el 30 de junio de 2026 para el HGVF y desde el 31 de diciembre de 2025 hasta el 30 de junio de 2026 para el HQF. Dicha rentabilidad se ha obtenido calculando la diferencia entre los dos valores liquidativos. La fuente del dato es el valor liquidativo que publica diariamente la gestora del fondo. Cálculos de rentabilidad elaborados internamente por parte de HAMCO AM SGIIC.

[2] La rentabilidad del índice de referencia se ha calculado partiendo de la información publicada por Bloomberg y escogiendo los mismos periodos que las clases del fondo. El ticker del índice es MSDEWUSN Index. Cálculos de rentabilidad realizados internamente por parte HAMCO AM SGIIC. Las fechas de inicio para el cálculo de las tasas internas de retorno del índice son: 07/10/2019 para la clase F; 31/12/2019 para la clase R; y 15/10/2020 para la clase I.

[3] Rentabilidad neta relativa al periodo: desde el inicio de cada una de las clases hasta el 30 de junio de 2026. Dicha rentabilidad se ha obtenido calculando la diferencia entre los dos valores liquidativos. La fuente del dato es el valor liquidativo que publica diariamente la gestora del fondo. Cálculos de rentabilidad elaborados internamente por parte de HAMCO AM SGIIC. Las fechas de inicio para el cálculo de las tasas internas de retorno del fondo son: 07/10/2019 para la clase F; 31/12/2019 para la clase R; y 15/10/2020 para la clase I.