

COMENTARIO OCTUBRE 2026

WWW.NAO-SAM. COM
info@nao-sam.com

Estimado inversor,

En nuestro comentario anterior nos deteníamos en las dificultades que plantea un entorno de energía cara, tipos de interés elevados y necesidades de financiación crecientes. Los resultados empresariales conocidos durante octubre han mostrado que muchos negocios mantienen su capacidad de crecer en estas condiciones. Sin embargo, a medida que aumenta la inversión necesaria para sostener ese crecimiento, conviene examinar con más cuidado qué parte de la mejora acabará llegando al accionista. Esta cuestión cobra especial importancia en la inteligencia artificial, donde la expansión de la actividad está acompañada de compromisos de inversión que condicionarán las cuentas de las empresas durante los próximos años.

En el caso de Alphabet, los ingresos crecieron un 25% interanual, mientras que las inversiones en instalaciones y equipos superaron en 9.100 millones de dólares la caja generada por el negocio durante el trimestre. Parte de esa diferencia se explica por el pago de una multa y por la acumulación de inventarios, lo que aconseja prudencia al interpretar el dato. Junto a estos factores, la ampliación de la infraestructura está absorbiendo una cantidad considerable de recursos. Para valorar este esfuerzo necesitamos estimar cuánto efectivo podrán generar esas instalaciones a lo largo de su vida útil, teniendo en cuenta tanto los costes de mantenerlas y renovarlas como la rentabilidad exigida al capital (posteriormente volveremos sobre este tema).

La evolución de los beneficios europeos también requiere prestar atención a su composición. Las estimaciones para el Stoxx 600 apuntan a un crecimiento interanual del 25% en el tercer trimestre, que se reduce al 9,5% cuando excluimos la energía. Aunque la mejora se extiende a otros sectores, las compañías energéticas tienen un peso importante en el avance del conjunto. Los precios que favorecen sus resultados representan, al mismo tiempo, un mayor coste para otras empresas y una pérdida de capacidad de compra para los hogares. Esta diferencia ayuda a entender por qué la recuperación de los beneficios puede convivir con dificultades en otras partes de la economía.

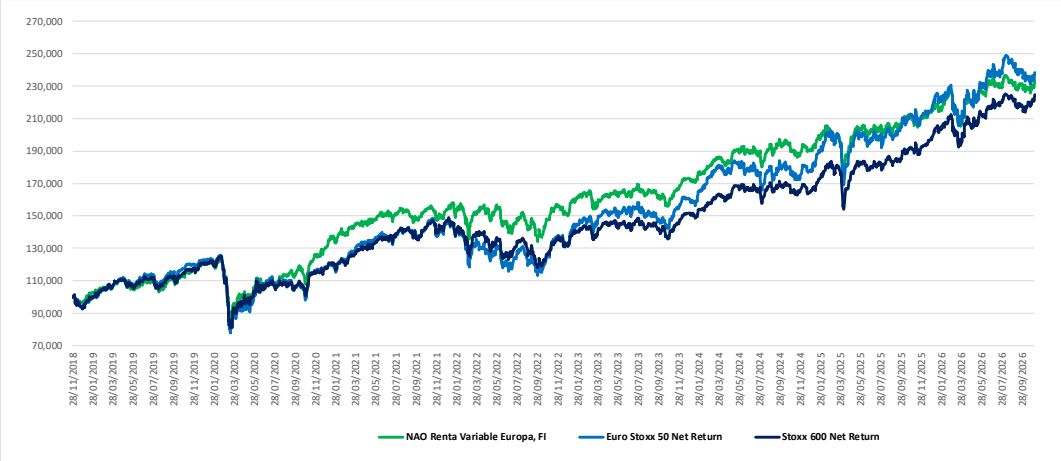
El encarecimiento de la energía también sigue condicionando las decisiones de los bancos centrales. En la eurozona, la inflación se sitúa en el 4%, mientras que la subyacente, sin energía ni alimentos, permanece en el 2,5%. El BCE y la Reserva Federal mantuvieron los tipos, pendientes de cómo evoluciona el equilibrio entre inflación y actividad. A estas dificultades se añaden las necesidades de financiación de los gobiernos, especialmente visibles en Francia, donde la prima frente a Alemania llegó a rozar los 178 puntos básicos. La combinación de ambas presiones aconseja contemplar un escenario en el que la financiación siga siendo cara durante más tiempo.

En bolsa, octubre dejó diferencias relevantes entre mercados. El Nasdaq Composite retrocedió un 5,3% y el S&P 500 un 0,9%, mientras que el Euro Stoxx 50 perdió un 2,2% y el Stoxx 600 avanzó un 1,9%, sin dividendos y en moneda local. La debilidad tecnológica continuó en las primeras sesiones de noviembre, pese a que muchos negocios siguen creciendo. A nuestro juicio, esta evolución refleja una mayor atención a las expectativas incorporadas en las cotizaciones y a la capacidad de las empresas para sostenerlas con sus resultados futuros.

Para la cartera, seguimos considerando conjuntamente los beneficios que cada negocio puede mantener y el capital que necesita para obtenerlos. Las correcciones pueden mejorar el atractivo de algunas compañías, aunque esa mejora debe contrastarse con las perspectivas del negocio. Al valorar una inversión, buscamos que el precio permita obtener una rentabilidad razonable bajo supuestos que contemplen tanto el potencial de crecimiento como las dificultades que puedan surgir para alcanzarlo.

EVOLUCIÓN DEL FONDO FRENTE AL BENCHMARK

Durante el mes de octubre, NAO Renta Variable Europa FI ha vuelto a mostrar una notable resistencia frente a las caídas de su índice de referencia. En un mes de comportamiento desigual para las bolsas europeas, el fondo ha limitado su retroceso al **-0,57%, frente al -2,09% del Euro Stoxx 50 Net Return**, mejorando su comportamiento en 1,52 puntos porcentuales. Esto supone una caída cerca de un **73% inferior a la del benchmark**, dando continuidad a la capacidad de amortiguar las correcciones mostrada en septiembre. Dos meses consecutivos en los que la cartera ha contribuido a preservar mejor el patrimonio de nuestros partícipes frente a los retrocesos del índice.



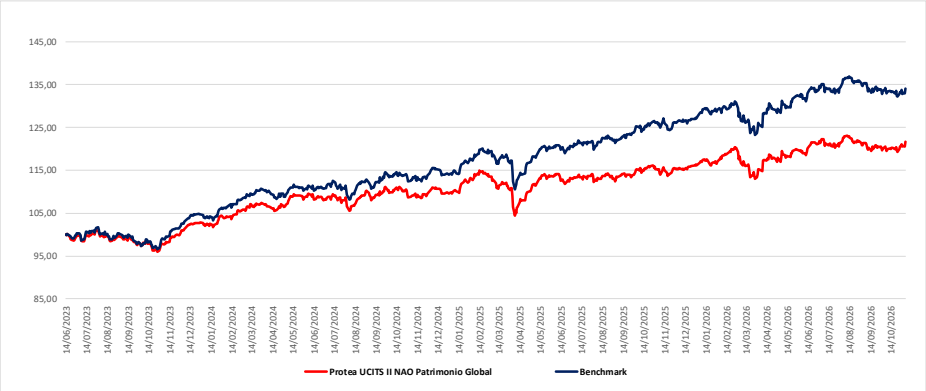
Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)	3Y	TWR (3Y)
NAO Renta Variable Europa FI, Clase D	1,62%	-0,57%	-1,28%	5,12%	8,58%	6,92%	129,30%	11,04%	45,36%	13,28%
Benchmark (EuroStoxx 50)	1,10%	-2,09%	-3,11%	6,75%	9,99%	8,03%	133,49%	11,29%	62,07%	17,46%
Benchmark (Stoxx 600)	1,75%	1,96%	-0,14%	8,58%	15,29%	11,66%	121,11%	10,53%	61,12%	17,23%
Diferencia (s/ EuroStoxx 50)	0,52%	1,52%	1,83%	-1,63%	-1,41%	-1,11%	-4,19%	-0,25%	-16,71%	-4,19%
Diferencia (s/ Stoxx 600)	-0,13%	-2,53%	-1,14%	-3,46%	-6,71%	-4,75%	8,19%	0,51%	-15,76%	-3,95%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Variable Europa FI, Clase D	12,45%	14,02%	11,59%
Benchmark (EuroStoxx 50)	16,53%	19,12%	15,35%
Benchmark (Stoxx 600)	12,96%	16,06%	12,43%

R/σ	YTD	Desde inicio	3Y
NAO Renta Vari	0,56%	0,79%	1,15%
Benchmark (Eu	0,49%	0,59%	1,14%
Benchmark (Sto	0,90%	0,66%	1,39%

Con ello, en el acumulado del año, el fondo suma una revalorización del **+6,92%, frente al +8,03% del benchmark**, y reduce la distancia entre ambos a 1,11 puntos porcentuales, desde los 2,81 del cierre de septiembre. Junto a esta mejora relativa, destaca un perfil de volatilidad sensiblemente más contenido: en los últimos tres años, la volatilidad anualizada de NAO ha sido del **11,59%, frente al 15,55% del índice de referencia**, aproximadamente un 25% inferior. Unas menores oscilaciones que resultan especialmente valiosas para mantener una perspectiva de inversión a largo plazo.

Desde su lanzamiento, hace casi ocho años, NAO Renta Variable Europa FI acumula una rentabilidad del **+129,30%, equivalente a un +11,04% anualizado**, próxima al +11,29% anualizado del benchmark, con una volatilidad histórica anualizada del 14,02%. El fondo ha permitido así más que duplicar el valor de la inversión inicial y supera en 8,19 puntos porcentuales la rentabilidad acumulada del Stoxx 600 Net Return durante el mismo periodo. Esta trayectoria se ha construido con una filosofía consistente: invertir en negocios de calidad, respaldados por estructuras financieras saludables y ventajas competitivas duraderas, con capacidad para generar beneficios sostenibles. Seguimos centrados en hacer crecer el patrimonio de nuestros partícipes, combinando la selección exigente de compañías con una gestión disciplinada del riesgo.



30/10/2026								
Rentabilidad	1 Semana	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1Y	YTD	Desde inicio	TWR (Inicio)
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	1,07%	0,32%	-0,69%	3,06%	4,14%	3,76%	20,58%	5,69%
Benchmark	0,44%	-0,60%	-1,08%	3,36%	5,18%	4,41%	32,76%	8,74%
Diferencia	0,64%	0,93%	0,39%	-0,30%	-1,04%	-0,65%	-12,18%	-3,05%

Volatilidad histórica (anualizada)	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II NAO Patrimonio Global	6,91%	6,39%	6,69%
Benchmark	7,84%	6,87%	7,56%

R/σ	YTD	Desde inicio	1Y
Protea UCITS II N	0,54%	0,89%	0,62%
Benchmark	0,56%	1,27%	0,69%

Por su parte, Protea UCITS II NAO Patrimonio Global ha cerrado octubre con un comportamiento especialmente favorable frente a su índice de referencia, avanzando un +0,32% frente al retroceso del -0,60% del Benchmark, lo que supone una ventaja de 0,93 puntos porcentuales. Este resultado da continuidad a la resistencia mostrada durante septiembre y confirma la capacidad de la cartera para desenvolverse favorablemente en entornos de mercado más exigentes, combinando una gestión prudente del riesgo con la participación en las oportunidades de revalorización.

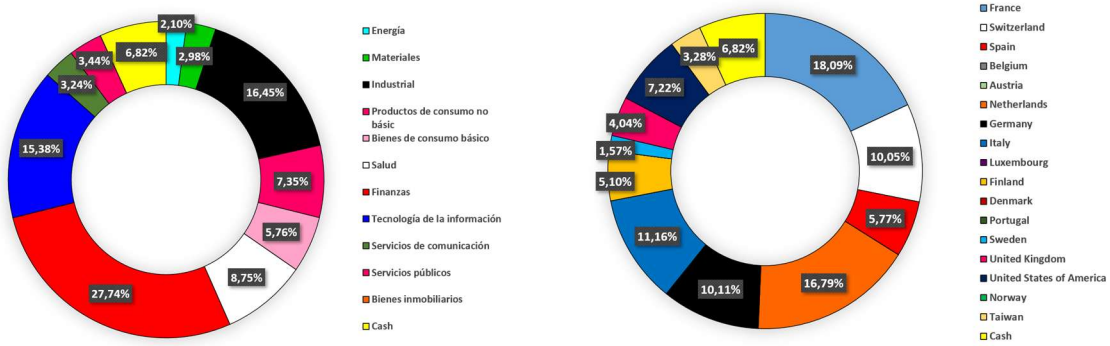
Con ello, en el acumulado del año, el fondo alcanza una rentabilidad del +3,76%, frente al +4,41% del Benchmark, reduciendo la distancia entre ambos a tan solo 0,65 puntos porcentuales, desde los 1,62 puntos de septiembre. Esta evolución resulta especialmente relevante considerando su perfil patrimonialista, más defensivo y conservador, caracterizado por una menor exposición estructural a los activos de mayor riesgo y a los bonos de mayor duración. Todo ello se refleja en una volatilidad anualizada del 6,91% en lo que llevamos de año, frente al 7,84% del índice, aproximadamente un 12% inferior, una diferencia que también se mantiene en las mediciones a uno y tres años.

Desde su lanzamiento, **el fondo acumula una rentabilidad del +20,58%, equivalente a un +5,69% anualizado, con una volatilidad histórica contenida del 6,39%.** Estas cifras reflejan una

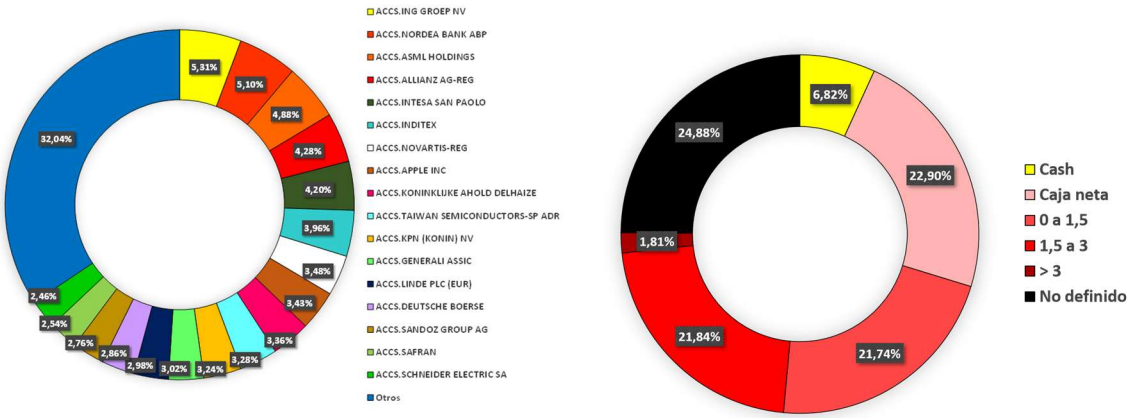
estrategia orientada a generar rentabilidades positivas a medio y largo plazo, priorizando la preservación del patrimonio, la diversificación y el control de las oscilaciones de la cartera.

ESTRUCTURA DE CARTERA Y OPERACIONES EN EL MES

Las carteras de nuestros fondos de renta variable terminaban el mes con una exposición cercana al 93%, aprovechando los momentos de estrés de mercado para incrementar ligeramente la exposición en la parte más cíclica de la cartera. A cierre de mes, las primeras posiciones en cartera seguían siendo: ING, Nordea, ASML, Intesa San Paolo y Allianz.



Por sectores, las mayores ponderaciones se mantenían en los sectores Financiero (bancos, seguros y bolsas), Industrial y Tecnología, y el endeudamiento financiero neto de las compañías sigue siendo extremadamente bajo, con una ratio media de x0,53 veces EBITDA. **El principal cambio ha sido la venta de Google (las razones las comentamos más adelante) y el aumento de la inversión en Vinci y TSM.**



ALPHABET Y EL PRECIO DE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL **EUGENI SEGARRA**

Pocas compañías explican mejor que Alphabet lo que está ocurriendo con la inversión en inteligencia artificial, y por eso queremos dedicarle unas líneas este mes. La matriz de Google gana hoy más dinero que nunca. En los doce meses cerrados a septiembre facturó unos 471.000 millones de dólares y su negocio generó cerca de 133.000 millones de beneficio operativo después de impuestos, un 22% más que en todo 2025. Cuando se mira cuánto capital ha necesitado para conseguirlo, sin embargo, la fotografía cambia bastante. El dinero que la empresa tiene inmovilizado en su actividad, que incluye centros de datos, servidores, adquisiciones, participaciones en otras compañías e inventarios, se ha multiplicado por 2,4 en menos de dos años, de modo que el beneficio crece con fuerza, pero el balance lo hace mucho más deprisa. Para un inversor esa diferencia es esencial, porque a largo plazo lo que determina el valor de una empresa es cuánto rinde cada dólar que pone a trabajar.

Una década de crecer sin pedir capital

Durante la década pasada Google fue el ejemplo de manual de un negocio capaz de crecer casi sin pedir capital. Entre 2016 y 2021 sus ingresos casi se triplicaron y su beneficio operativo se multiplicó por 3,5, mientras el capital empleado crecía a un ritmo muy inferior. La rentabilidad sobre ese capital se movía entre el 32% y el 50%, y cada dólar nuevo que se invertía en el negocio aportaba unos 60 céntimos de beneficio adicional cada año. La explicación está en la naturaleza del buscador, un negocio de costes fijos en el que el índice de la web, los algoritmos y los ingenieros cuestan prácticamente lo mismo para atender mil millones de búsquedas que para atender mil cien millones, de manera que casi todo lo que ingresa cada clic publicitario adicional acaba convertido en beneficio. Con un modelo así, la caja desbordaba, Alphabet hizo con ella lo más sensato, que era devolverla a sus accionistas. Entre 2021 y 2024 dedicó entre 50.000 y 62.000 millones al año a recomprar acciones propias, estrenó el dividendo en 2024 y llegó a acumular más de 100.000 millones de caja neta.

El giro de la inteligencia artificial

A partir de 2024 esa relación entre beneficio y capital ha cambiado por completo. Durante diez años la inversión anual en infraestructura, lo que en la jerga llamamos capex, se había movido entre 10.000 y 32.000 millones de dólares, alrededor de un 10% o un 15% de las ventas. En 2024 subió a 52.500 millones, en 2025 a 91.400 millones y en los nueve primeros meses de 2026 ya suma 132.000 millones, mientras la dirección espera cerrar el año cerca de los 200.000 millones y avisa de que 2027 será significativamente superior. La escala se entiende mejor comparándola con el desgaste contable de lo que ya tiene. En 2025 todo el inmovilizado de Alphabet se depreció en unos 21.000 millones mientras la compañía invertía más de 91.000, más de cuatro veces lo que se desgastaba. Lo que está haciendo va mucho más allá de mantener su negocio, porque está levantando a su lado una segunda empresa, mucho más intensiva en capital, que alquila capacidad de computación, vende sistemas con sus propios chips y compite de tú a tú con Amazon y Microsoft en la nube. A ello se suman compras

como la de Wiz, por la que ha pagado muy por encima del valor de sus activos, y una cartera de participaciones en otras compañías que se ha disparado.

El efecto sobre la rentabilidad ha sido inmediato. La rentabilidad sobre el capital operativo, que en 2024 rondaba el 40%, bajó al 34,5% en 2025, está en el 27,6% en los últimos doce meses y, con estimaciones razonables para el cuarto trimestre, cerrará 2026 cerca del 24%, el nivel más bajo de toda la serie que hemos analizado. Lo revelador es el origen de la caída, porque los márgenes siguen en máximos históricos y Alphabet se queda con unos 28 céntimos de beneficio operativo después de impuestos por cada dólar que factura. Lo que se ha deteriorado es la productividad del capital. En 2025 la compañía necesitaba tener inmovilizados 78 céntimos por cada dólar de ventas y hoy necesita algo más de un dólar. Un ejemplo doméstico ayuda a verlo. Pensemos en un restaurante que gana 28 euros por cada 100 que factura en un local en el que ha invertido 100. Si duplica el local y las mesas nuevas todavía no están abiertas, seguirá ganando 28 por cada 100 facturados, pero ahora sobre el doble de capital, y su rentabilidad caerá a la mitad. Algo parecido le ocurre hoy a Alphabet, que tiene unos 145.000 millones, casi el 40% de su inmovilizado, en centros de datos en construcción y equipos que todavía no funcionan.

Ese mismo dato obliga a no dar por garantizado el margen actual. Las obras en curso son dinero ya gastado que todavía no genera ingresos y que aún no ha empezado a amortizarse, así que su coste no aparece en la cuenta de resultados. Aparecerá cuando entren en servicio, y con una vida útil de seis años cada 10.000 millones de servidores que se encienden añaden casi 1.700 millones de gasto anual. En el tercer trimestre se intuye ya algo de esa presión, porque, descontando las multas de la Comisión Europea que distorsionan la comparación, el margen operativo cedió algo más de un punto, empujado por una I+D que creció un 36% y por el aumento de los costes corporativos. Es un solo trimestre y en el acumulado del año el margen todavía mejora, pero la mayor parte de la amortización está por llegar.

Lo que rinde el dinero nuevo

En una transición de este tipo la rentabilidad media del pasado sirve de poco, porque arrastra el peso del negocio antiguo, y lo que decide si se crea valor es lo que rinde el capital nuevo. Ahí la desaceleración es evidente. Entre 2016 y 2021 cada dólar adicional invertido generó 61 céntimos de beneficio anual, entre 2021 y 2025 generó 23 céntimos y desde 2025 hasta hoy apenas 14. Es justo matizar esta última cifra, que castiga a Alphabet por partida doble al incluir en el capital tanto los centros de datos que todavía están apagados como la revalorización de la cartera de participadas, que no aporta beneficio operativo. Si se aísla el efecto de esa cartera, el retorno del dinero nuevo en el negocio comercial ronda el 28%, una cifra excelente para casi cualquier compañía del S&P 500 y que, aun así, no llega a la mitad de lo que rendía el Google clásico. A medida que esta nueva capa de activos gana peso en el balance, la rentabilidad del conjunto se va pareciendo cada vez más a la suya. Un cálculo sencillo da idea de la montaña que hay por delante. Con el capital que estimamos que tendrá a cierre de año, unos 724.000 millones, y manteniendo los márgenes actuales, Alphabet tendría que facturar cerca de 900.000 millones al año para volver a la rentabilidad de 2025, casi el doble de lo que esperamos para 2026 y sin invertir un dólar más, cuando sabemos que en 2027 invertirá todavía más.

La razón de fondo es que el dinero nuevo compra negocios con una economía bastante más exigente. La nube y la venta de sistemas de computación son actividades de escala industrial que necesitan suelo, subestaciones eléctricas, refrigeración, inventario físico y garantías contractuales, y que obligan a competir con rivales que tienen la misma capacidad de inversión. Incluso dentro del buscador, responder a una consulta con inteligencia artificial cuesta en computación muchísimo más que devolver la clásica lista de diez enlaces. Además, Alphabet ha asumido compromisos que no figuran en el balance y que le restan flexibilidad si el ciclo cambia, con unos 924.000 millones en compromisos firmes de compra, de los que 213.000 millones vencen en los próximos doce meses, y otros 130.500 millones en arrendamientos de centros de datos que aún no han empezado.

El argumento a favor también es sólido, porque la demanda que está absorbiendo esa infraestructura es real y crece a una velocidad extraordinaria. Google Cloud pasó de perder 4.600 millones en 2019 a ganar 13.900 millones en 2025, y en los nueve primeros meses de este año ya acumula 26.500 millones de beneficio operativo. Solo en el tercer trimestre duplicó su facturación respecto al año anterior, de 15.200 a 30.700 millones, triplicó su beneficio operativo y aportó el 80% de todo el crecimiento operativo del grupo. Conviene leer esas cifras con dos cautelas. Desde marzo incluyen Wiz y desde el segundo trimestre las ventas de hardware a terceros, cuyos márgenes la compañía no detalla, y la cartera de contratos pendientes, que asciende a 567.700 millones, incorpora desde enero contratos de menos de un año, lo que dificulta compararla con ejercicios anteriores.

Con todo esto sobre la mesa caben dos lecturas razonables. En la primera, Alphabet está construyendo capacidad por adelantado para capturar una ola de demanda de largo recorrido, y a medida que las obras en curso entren en producción la productividad del capital tocará suelo y el crecimiento de la nube absorberá la nueva amortización. En la segunda, la inteligencia artificial y la nube exigen mucho capital y ofrecen retornos estructuralmente inferiores a los del buscador, de modo que Alphabet se estaría transformando poco a poco en una gran utility de computación con un negocio extraordinario dentro. Hoy no tenemos evidencia suficiente para descartar ninguna de las dos, y para distinguirlas en los próximos trimestres vigilaremos tres cosas. La primera es si las ventas que genera cada dólar de inmovilizado dejan de caer a medida que se activan las obras, la segunda si el margen de la nube resiste cuando empiece a amortizarse la oleada de inversión de 2025 y 2026, y la tercera a qué velocidad se convierte la cartera de contratos en facturación real.

Lo que el beneficio contable no cuenta

Quien se quede en los titulares verá unas cifras espectaculares. El beneficio neto de los nueve primeros meses de 2026 alcanza los 201.000 millones, más de lo ganado en todo 2025, aunque unos 127.000 millones de esa cifra proceden de revalorizaciones contables de su cartera de participadas, encabezada por SpaceX tras su salida a bolsa y por una gran participación en una compañía privada de inteligencia artificial que Alphabet no identifica. Son ganancias que no han pasado por la caja y que pueden darse la vuelta, como ocurrió en el tercer trimestre, cuando la cartera restó 8.200 millones y el beneficio neto cayó mientras el negocio marcaba récords operativos. Por eso la rentabilidad contable

sobre los fondos propios aparece en un 46% mientras la del negocio real está en el 27,6%, y por eso preferimos analizar ambas cosas por separado.

La caja, donde las revalorizaciones no cuentan, muestra lo que de verdad ha cambiado. Tras una década de excedentes enormes, el flujo de caja libre de los nueve primeros meses ha sido negativo por primera vez en la historia reciente de la compañía, porque las operaciones generaron 127.100 millones y la inversión en infraestructura absorbió 132.000. Si se suman las adquisiciones y las compras de participaciones, el déficit antes de financiación ronda los 90.000 millones. Para cubrirlo, Alphabet ha emitido 76.300 millones de deuda neta, 42.900 millones en acciones ordinarias y otros 19.100 millones en acciones preferentes que se convertirán obligatoriamente en ordinarias, y ha dejado de recomprar acciones, frente a los 62.000 millones que destinó a ello en 2024 y los 45.400 millones de 2025. Aquel colchón de 103.000 millones de caja neta de 2021 se ha quedado en apenas 1.100 millones, y la cifra de 265.000 millones que figura en el balance como caja y valores negociables incluye unos 90.000 millones en acciones cotizadas de participadas estratégicas que no están disponibles para pagar servidores.

La solvencia de la compañía está fuera de duda. Alphabet apenas tiene vencimientos a corto plazo, su beneficio operativo cubre 28 veces el gasto por intereses y este año se ha financiado a quince años con un cupón medio del 5,55%. El cambio relevante está en la relación con el accionista. Una compañía que retiraba cada año entre un 3% y un 4% de sus acciones en circulación emite hoy acciones en mercado, coloca títulos convertibles y paga más de 30.000 millones anuales en remuneración en acciones a sus empleados que ya no compensa con recompras, de modo que esa factura pasa a diluir directamente a los accionistas.

Calidad del negocio y precio de la acción

El tercer trimestre confirma que el motor comercial sigue a pleno rendimiento. Los ingresos crecieron un 25% y el beneficio operativo un 30%, y el buscador avanzó un 12%, con más clics de pago y un precio medio por clic más alto, lo que por ahora no encaja con el temor a que los asistentes conversacionales estén canibalizando la publicidad. En el frente regulatorio, la sentencia de septiembre en Estados Unidos sobre tecnología publicitaria descartó dividir la compañía y se limitó a imponer cambios de conducta. Con estos datos, nuestras estimaciones para el conjunto de 2026 apuntan a unos ingresos cercanos a 497.000 millones, un beneficio operativo de unos 165.500 millones, un flujo de caja operativo en torno a 180.000 millones frente a una inversión de 200.000 millones y una rentabilidad sobre el capital operativo cercana al 24%.

Llegados aquí, toca separar la calidad del negocio de la calidad de la inversión al precio actual, que son dos preguntas distintas. Alphabet sigue siendo una de las mejores empresas del mundo, y es razonable pensar que su nuevo ciclo inversor crea valor, porque un retorno sobre el capital nuevo de entre el 14% y el 28% supera lo que le cuesta financiarse, incluso teniendo en cuenta que una parte creciente de esa financiación procede ahora de emitir acciones, que es la fuente más cara. Que el negocio cree valor no implica por sí solo que la acción esté barata, y la pregunta relevante para nosotros

es qué rentabilidad sobre esta avalancha de inversión descuenta ya la cotización. **Google sigue siendo la gallina de los huevos de oro, pero ha decidido construirse una granja industrial a su alrededor, y al accionista se le pide hoy que pague las naves por adelantado antes de saber cuántos huevos pondrán las gallinas nuevas.**

*****

Como siempre, finalizamos este comentario recordando que nuestros canales de comunicación están abiertos para todos ustedes siempre que lo necesiten.

Gracias nuevamente por confiar en nosotros.

Atentamente,

Departamento de Inversiones de NAO SAM