

LOS NUEVOS TIGRES ASIÁTICOS

OCTUBRE 2025



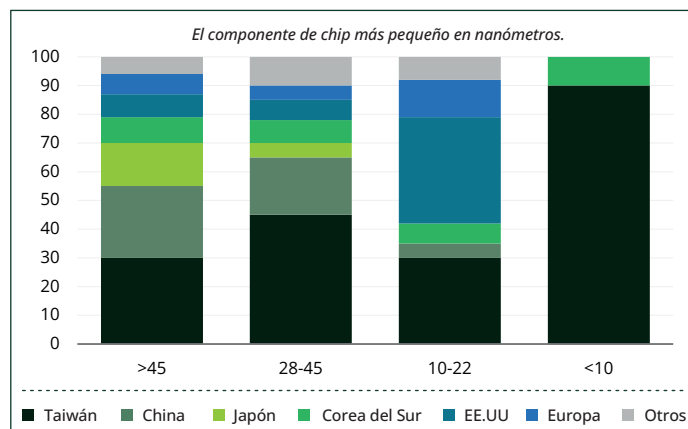
Naomi WAISTELL

Tras un reciente viaje a Taiwán y Corea del Sur, Naomi Waistell, cogestora de Carmignac Portfolio Emergents, destaca la renovada fortaleza y relevancia global de los «nuevos tigres» asiáticos.

Anteriormente conocidas por su crecimiento impulsado por las exportaciones, estas economías están ahora impulsando las revoluciones digital y de inteligencia artificial (IA) que darán forma a la próxima década. Sin embargo, siguen estando infravaloradas y, a menudo, ignoradas por los inversores globales. Más allá de los titulares dominados por unos pocos nombres de gran capitalización, ella ve un panorama de inversión profundo y diverso en el que convergen el crecimiento estructural, el liderazgo tecnológico y la mejora de la gobernanza. Para aquellos dispuestos a mirar más allá de lo obvio, las oportunidades en Asia son tan diversas como atractivas.

Tras la Segunda Guerra Mundial, Taiwán, Corea del Sur, Hong Kong y Singapur experimentaron una rápida industrialización impulsada por las exportaciones y un rápido crecimiento económico, lo que les valió el sobrenombre de “tigres asiáticos”. La transición de los mercados agrícolas a economías de alto valor basadas en el conocimiento y capaces de competir a nivel mundial fue rápida, por lo que la imagen del tigre en el simbolismo asiático capturó esta velocidad, poder y agilidad sigilosos. Hoy en día, no hay nada que ocultar sobre el exitoso desarrollo de Hong Kong y Singapur, que se han convertido en importantes centros financieros internacionales. Taiwán y Corea del Sur, por su parte, dominan el mundo en la fabricación de semiconductores, con una participación del 100% en la tecnología más avanzada.

CAPACIDAD DE PRODUCCIÓN MUNDIAL DE SEMICONDUCTORES POR TAMAÑO DE CHIPS (EN% DEL TOTAL, 2023)



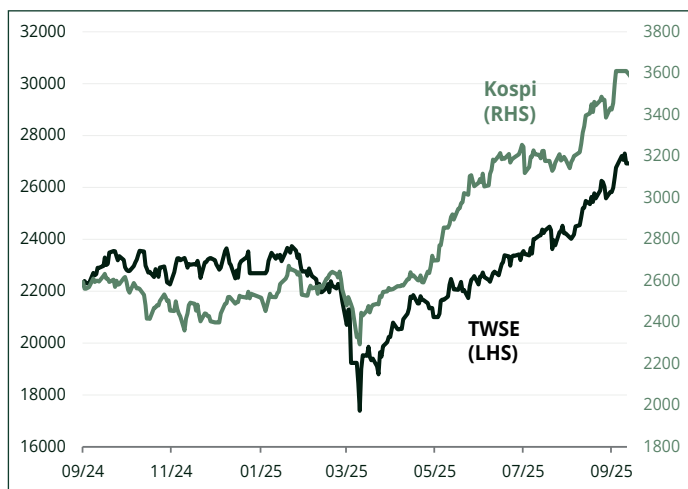
Fuentes: Bloomberg, Statista, Perspectivas para las fábricas de semiconductores de 300 mm, 2023



Sin embargo, actualmente la IA se considera casi exclusivamente como un producto de Silicon Valley, ignorando el hecho de que la infraestructura y la fabricación básicas no serían posibles sin el norte de Asia. En pocas palabras, es imposible hablar de IA sin mencionar estos mercados emergentes, ya que aquí se encuentran los factores clave que hacen posible la revolución de la IA. Desde la fabricación avanzada de chips en Taiwán hasta los chips de memoria de Corea del Sur, pasando por la gran cantidad de componentes especializados pero imprescindibles sin los que el mundo actual no puede vivir. Hay algunos nombres muy conocidos, como TSMC, por supuesto, pero lo que se pasa por alto es la profundidad de esta cadena de suministro vital, las empresas “picos y palas”, que se cuentan por cientos y ofrecen un rico filón de potencial para la selección de valores. Tanto el índice Taiex

de Taiwán como el índice Kospi de Corea del Sur han seguido subiendo hasta alcanzar nuevos máximos históricos este año, pero la atención se centra exclusivamente en unas pocas empresas de gran capitalización y los fondos globales siguen infraponderando de forma permanente la región.

EVOLUCIÓN ANUAL (VARIACIÓN DE PRECIOS) DE LOS MERCADOS COREANO Y TAIWANÉS



Fuente: Bloomberg, octubre de 2025

Consideramos que se trata de una ineficiencia que podemos aprovechar en nuestro beneficio, gracias a un conocimiento y una comprensión más profundos de este ecosistema, su naturaleza compleja y una apreciación de las ventajas difíciles de definir que aportan la experiencia, los conocimientos especializados, la escala y una cultura que es la piedra angular del éxito. Con esto en mente, en septiembre viajamos a estos tigres asiáticos, donde nos reunimos con unas 30 empresas de semiconductores y buscamos oportunidades menos evidentes para obtener rentabilidades activas.

Lo que aprendimos fue que los principales cuellos de botella o limitaciones suelen encontrarse en áreas especializadas, controladas por una o dos empresas medianas, las que fabrican BMC (controladores de gestión de placa base), CCL (laminados revestidos de cobre), racks para servidores, sistemas de alimentación o soluciones de refrigeración líquida, todos ellos indispensables. En algunos casos, los precios de sus componentes esenciales se están multiplicando por dos o por tres y se requieren mayores volúmenes para cada generación, lo que impulsa el crecimiento, mientras que se mantienen las ventajas competitivas en cuanto a costes y tasa de rendimiento, mejorando así la rentabilidad. Una empresa con la que nos reunimos lo puso en contexto: "Elaboramos planes estratégicos a 10 años. El año pasado fijamos el objetivo de margen operativo a 10 años en un 15% (desde el 11,3% en 2024), y ahora lo hemos conseguido! Alcanzar un objetivo de margen a diez años en menos de un año es algo inaudito, pero también lo es el ritmo de crecimiento de la demanda. Además, estos fabricantes de componentes están observando una mayor diversificación

de las fuentes de demanda, no solo de la arquitectura GPU dominante, sino también, cada vez más, de los ASIC (circuitos integrados de aplicación específica), que probablemente funcionarán más en paralelo en el futuro y proporcionarán otra vía de crecimiento, ampliando el mercado total accesible y reduciendo el riesgo de concentración de un cliente clave.

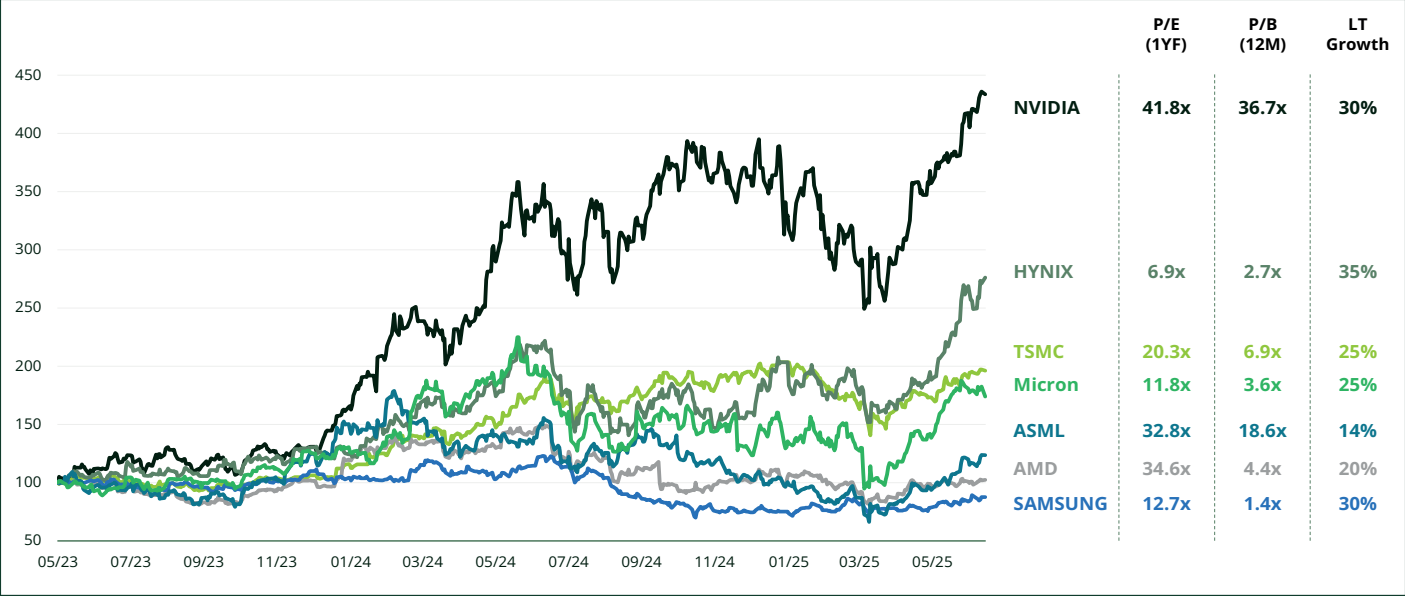
La conclusión más destacada tras el tiempo pasado sobre el terreno fue una historia de fortaleza continuada en la demanda a lo largo de toda la cadena de IA, sin indicios a corto plazo de una caída repentina, ni siquiera de una debilidad en la demanda entre generaciones: los clientes quieren un suministro constante y las tasas de utilización para muchos están funcionando al 100% durante todo el año. Una empresa con la que hablamos describió cómo los pagos por los envíos aéreos a EE. UU. se basan en el peso, que no deja de aumentar, pero señaló que "no hay límite para la demanda, quieren estos productos". Los equipos directivos se mostraron unánimemente optimistas sobre las oportunidades de crecimiento a largo plazo de la IA, con retos estratégicos centrados en cómo resolver las limitaciones de capacidad en determinadas áreas, que por ahora solo sirven para impulsar el poder de fijación de precios. Consideramos que se trata de un factor estructural, dados los largos y arduos ciclos de cualificación de los componentes clave, que elevan los costes de cambio y las barreras de entrada y dan lugar a ingresos recurrentes muy estables con un riesgo menor.

Como dato anecdótico, cabe destacar que la concienciación de los inversores sobre estos mercados está empezando a crecer, y hemos conocido a varios inversores internacionales de alto nivel que visitaban Taiwán y Corea por primera vez. ¿Y por qué no iban a hacerlo? Si los comentarios de Jensen Huang durante la última conferencia sobre resultados de Nvidia, en la que afirmó que el mercado global de la IA podría expandirse hasta alcanzar los 3-4 billones de dólares en 2030, desde los 600 000 millones actuales, lo que implica una tasa de crecimiento anual compuesta superior al 40%⁽¹⁾, se traducirán en enormes inversiones incrementales en Asia durante los próximos 5 años, lo que subraya una trayectoria de crecimiento muy significativa para estos facilitadores críticos.

Con las preocupaciones sobre las tensiones geopolíticas en calma, al menos por ahora, las valoraciones en Asia con un descuento notable respecto a las de EE. UU. y, en Corea, una historia paralela de reforma del gobierno corporativo, seguimos considerando estos mercados como un terreno fértil para las oportunidades de inversión. Las empresas de aquí tienen niveles de rentabilidad infravalorados, con recursos financieros sólidos para respaldar lo que es una oportunidad de crecimiento atractiva y seguir ampliando sus ganancias, que es, en última instancia, lo que impulsa los precios de las acciones. No es necesario buscar exposición a la IA a múltiples estratosféricos; las empresas asiáticas ofrecen diversificación en un medio de exposición menos saturado, pero posiblemente más atractivo.

(1) CAGR: Tasa de crecimiento anual compuesta

EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LAS ACCIONES DE SEMICONDUCTORES Y MEMORIAS DESDE EL AUGE DE LA IA (EN%)



Fuente: Carmignac, Bloomberg, octubre de 2025. Estimaciones consensuadas de Bloomberg para los años naturales 2025 y 2026.

SK Hynix, a pesar de haber subido más de un 150% (en dólares estadounidenses) en lo que va de año, sigue cotizando con un PER futuro de solo 6,9 veces, para un crecimiento de los beneficios superior al 30%, lo que supone una anomalía de valoración muy marcada. TSMC, aunque es ligeramente más cara, sigue estando muy lejos de los niveles de valoración de sus homólogos del mercado desarrollado, para los que sus servicios son esenciales y casi insustituibles. Lo mismo ocurre con varias de nuestras participaciones tecnológicas de mediana capitalización⁽²⁾, que cotizan con múltiplos de PER de entre 15 y 20 y suelen ofrecer márgenes brutos y perfiles de ROIC superiores. A medida que el contenido por chip y por unidad de servidor sigue aumentando, creemos que una parte cada vez mayor de los beneficios incrementales del sector recaerá en estos operadores eficientes. ¡Crecimiento estructural y rentabilidad a la venta con descuento! Consideramos que este es un panorama atractivo para la generación de alfa.

TSMC – ABSOLUTAMENTE FABULOSA

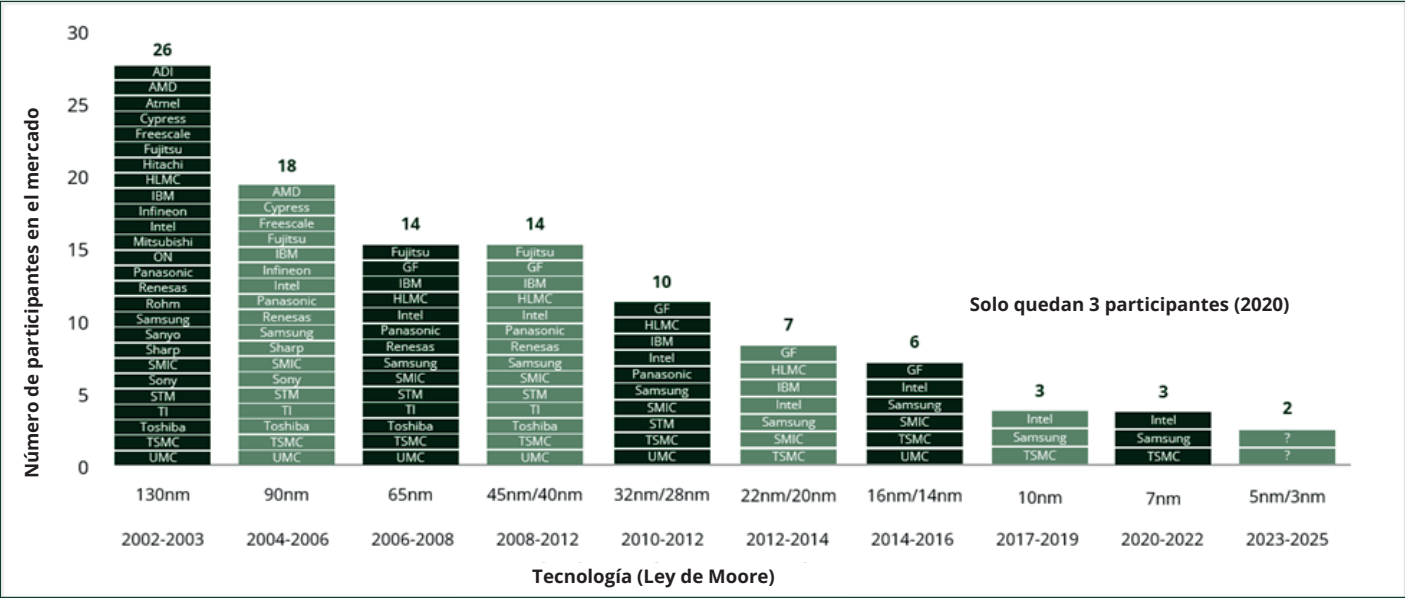
TSMC es, literalmente, la madre de toda la IA. Los chips aceleradores de IA que entrenan y ejecutan los LLM (modelos de lenguaje grandes) son la columna vertebral de esta tecnología transformadora, y casi todos ellos son fabricados por TSMC, principalmente en Taiwán. La explosiva demanda de estos chips ha hecho que los ingresos de TSMC se dupliquen en los últimos cuatro años, con unos ingresos procedentes de la IA que se han multiplicado y representan una participación cada vez mayor. La empresa tiene como objetivo seguir creciendo a una tasa compuesta anual del 20% hasta finales de la década, y para cumplir este objetivo,

TSMC va a invertir unos 40 000 millones de dólares en capital este año y ha anunciado importantes proyectos de inversión plurianuales para ampliar su capacidad, entre los que se incluyen 165. 000 millones de dólares que se invertirán en Arizona, lo que reforzará su presencia en Estados Unidos. El gasto se centrará en los nodos de gama alta, con una capacidad de 2 nm y 3 nm, que son fundamentales para el alto rendimiento informático y la eficiencia energética de los chips de IA.

TSMC fue fundada por Morris Chang en 1987, en una época en la que la mayor parte de la fabricación de chips se realizaba “internamente” por las empresas de diseño de chips. TSMC se propuso demostrar que una empresa dedicada y especializada en la fabricación de chips podía optimizar y mejorar los procesos y ofrecer eficiencia para todos. En lugar de fabricar siguiendo un modelo de “cada uno por su cuenta”, TSMC trabajó para múltiples clientes, lo que le permitió obtener economías de escala y generar confianza en que, como fabricante puro, nunca competiría con los clientes, sino que les permitiría operar como empresas de diseño “sin fábrica” y con poco capital. Esto transformó la estructura de la industria y ha provocado que el número de actores capaces de ofrecer capacidades de fabricación de vanguardia se haya reducido drásticamente, pasando de 26 en 2002 a solo 2 o 3 en la actualidad: TSMC, Samsung e Intel.

(2) Participaciones en Carmignac Portfolio Emergents y FP Carmignac Mercados Emergentes, a 30/09/2025.

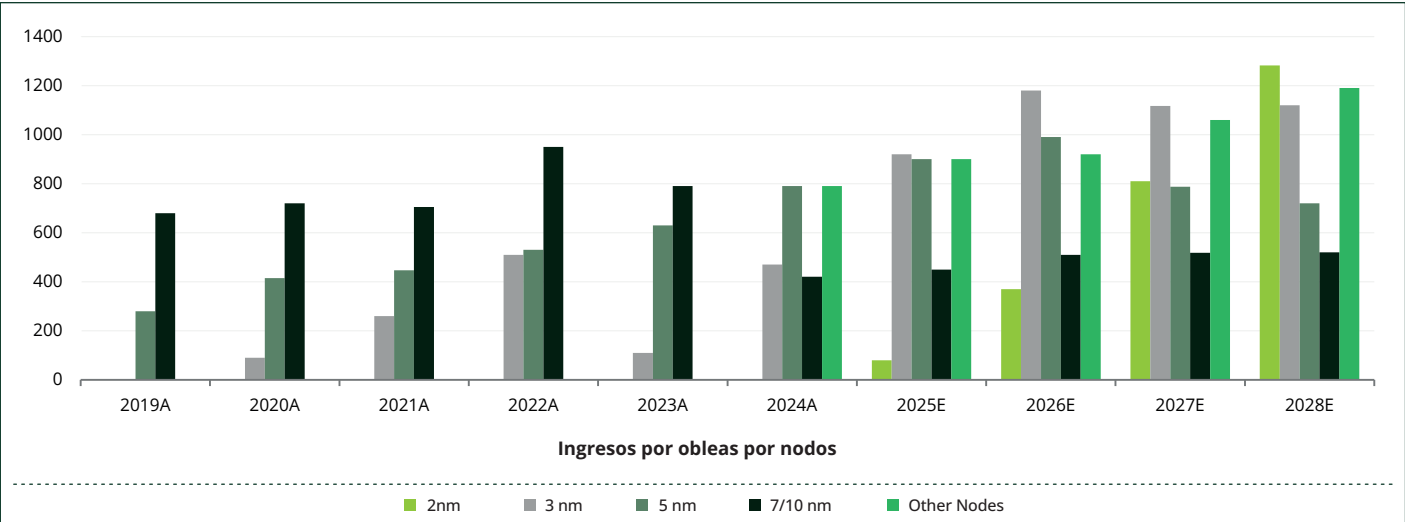
EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA DE LOS SEMICONDUCTORES: NÚMERO DE ACTORES CON CAPACIDADES DE FABRICACIÓN DE VANGUARDIA



*La ley de Moore establece que el número de transistores en los chips de circuitos integrados se duplica cada dos años.
Fuentes: Informe sobre integración 3D/2.5D en encapsulados de alto rendimiento, Yole Développement 2020 (fuentes de datos: Intel y WikiChip).

TSMC tiene una participación del 90% en los nodos avanzados, ya que las fundiciones de Samsung e Intel han tenido dificultades para producir chips de 5 nm y menos con una escala y un rendimiento que rivalicen con las capacidades de TSMC. Por lo tanto, no consideramos que las recientes medidas de Nvidia y el Gobierno de EE. UU. para asociarse con Intel e inyectarle capital constituyan una amenaza significativa. Lo que están haciendo ahora tiene un nivel de precisión que es muy, muy difícil de replicar. Nvidia seguirá dependiendo en gran medida de TSMC en el futuro inmediato. Durante nuestra reunión con la empresa en su amplia sede situada a las afueras de Taipéi, la empresa reafirmó su calendario para comenzar la producción en masa de chips de 2 nm en Taiwán a finales de este año. Mantener esta posición de liderazgo sin rival no es barato: sus ~40 000 millones de dólares en gastos de capital para 2025 eclipsan el gasto de Samsung, cuyos gastos de capital en fundición ascienden a solo 4000 millones de dólares este año, mientras que los de Intel se sitúan en ~10 000 millones de dólares. TSMC está invirtiendo donde más importa: en los nodos avanzados, con ingresos de 5 nm y menos que ahora representan el 50% de los ingresos y que se espera que alcancen el 70% de los ingresos para 2027, consolidando así su dominio.

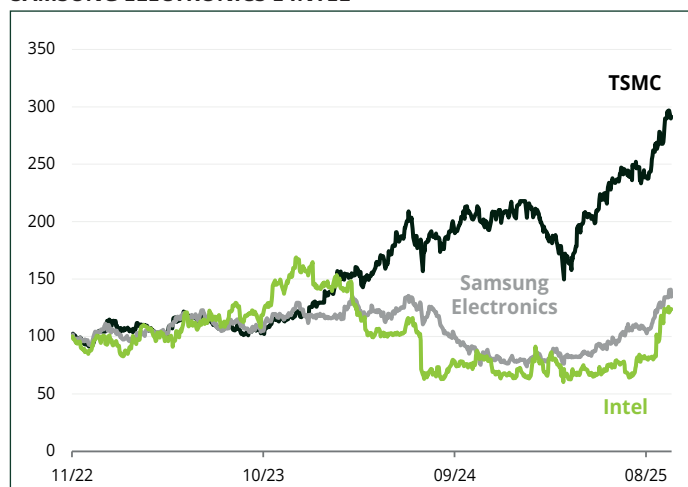
EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA DE LOS SEMICONDUCTORES: NÚMERO DE ACTORES CON CAPACIDADES DE FABRICACIÓN DE VANGUARDIA



Fuente: Consenso visible de Alpha, febrero de 2025

La empresa nos ha confirmado que la demanda de estos nodos de vanguardia sigue siendo mayor que la oferta y seguirá creciendo, con un interés por los 2 nm superior al de los 5 nm y los 3 nm, lo que crea las condiciones para que los 2 nm se conviertan en un nodo más duradero, más grande y, en última instancia, más exitoso, tanto en términos de ingresos como de rentabilidad. La dirección nos expuso su marco quinquenal, que utiliza aportaciones externas y análisis internos para determinar un perfil de demanda adecuado a largo plazo. Con más de 500 clientes, tienen la visión más profunda y amplia de la dinámica del sector y, a medida que aumenta la complejidad tecnológica, los clientes se ven obligados a planificar con tres años de antelación, lo que contribuye a la visibilidad. TSMC lleva tiempo utilizando este marco detallado y bottom-up, y las pruebas retrospectivas demuestran que es eficaz para seguir las tendencias. Por lo tanto, aunque siempre es posible que se produzcan pausas a corto plazo, todo lo que ven desde su perspectiva única indica que la IA (tanto GPU como ASIC) seguirá teniendo un fuerte impulso. TSMC está trabajando duro para satisfacer la demanda, incluyendo la aceleración de la construcción de fábricas, pero la realidad es que esto lleva tiempo.

RENTABILIDAD DE TSMC FRENTE A... SAMSUNG ELECTRONICS E INTEL



Fuente: Bloomberg, octubre de 2025

El precio de las participaciones de TSMC se ha disparado casi un 200% desde la llegada de ChatGPT a finales de noviembre de 2022, lo que la convierte ahora en la novena empresa más valiosa del mundo, por delante de Tesla. La búsqueda incesante de la excelencia y la eficiencia ha dado lugar a unos márgenes brutos con los que pocos podrían soñar, cercanos al 60%⁽³⁾. La dirección atribuye sus márgenes a seis factores clave: su tecnología y liderazgo, las tasas de utilización, el coste, la combinación, el tipo de cambio y los precios. Y sí, dada su naturaleza crítica y su posición dominante, podrían subir los precios, pero el lema de la empresa siempre ha sido que su éxito depende del éxito de sus clientes, por lo que se preocupan por hacer participaciones de los frutos de su innovación. Crean en la necesidad de “ganarnos nuestro valor” a través de una diferencia tecnológica continua y reconocen la necesidad de obtener un rendimiento saludable y sostenible:

el ROE es actualmente del 30%⁽⁴⁾ y consideran que un nivel superior al 25% es “innegociable”.

El mayor reto de TSMC es probablemente también su mayor activo: la cultura. Famosa por su intensa ética de trabajo, con empleados expertos que buscan sin cesar mejoras marginales, será muy difícil replicarla en los Estados Unidos. Sin embargo, la empresa reconoce la necesidad imperiosa de diversificarse fuera de su isla natal, incluso al margen de las disputas geopolíticas. Las consideraciones relativas a la disponibilidad de terrenos, ingenieros y energía son cada vez más apremiantes, y algunas estimaciones indican que TSMC podría representar el 25% del consumo eléctrico de Taiwán en 2030 (frente al <10% actual)⁽⁵⁾. La capacidad para alcanzar este crecimiento futuro dependerá cada vez más del éxito en el extranjero.

TSMC sigue teniendo ambiciones de crecimiento de gran alcance más allá de las oportunidades actuales, con vistas a un futuro en el que la IA empresarial y la IA física, los coches autónomos y los robots humanoides se convertirán en una realidad a medida que sigan aumentando las capacidades de los modelos, lo que dará lugar a un mercado en constante crecimiento para este gigante de la fabricación. Es una empresa verdaderamente única, la beneficiaria más clara del superciclo informático y una inversión absolutamente fundamental para exponerse a la revolución de la inteligencia artificial.

LA CADENA DE SUMINISTRO DESCONOCIDA

Sin embargo, las oportunidades para Asia dentro de esta revolución de la IA van mucho más allá de TSMC. En nuestro portfolio, hemos obtenido fuertes rendimientos al diversificar nuestra dependencia de TSMC (que ahora representa cerca del 12% del índice de referencia y es imposible sobreponderar) en una serie de empresas nicho de mediana capitalización a lo largo de la cadena de valor. A menudo, son los únicos actores en un área determinada, o al menos los líderes indiscutibles de un componente de hardware esencial, lo que los hace resilientes, con ventajas estructurales en cuanto a la estructura de costes y el poder de fijación de precios, y les brinda la oportunidad de obtener un alfa más alto. Aquí destacamos dos de estos mercados finales menos conocidos.

LAMINADO REVESTIDO DE COBRE (CCL)

El laminado revestido de cobre es un material clave utilizado en la fabricación de PCB (placas de circuito impreso), que permite el montaje de componentes semiconductores en la PCB. A medida que el número de GPU siga multiplicándose, se producirá un aumento continuo del contenido de PCB/CCL en cada bandeja de cálculo del servidor, y las previsiones sugieren que el valor de estos componentes por bandeja de cálculo se triplicará con la transición de la actual arquitectura Nvidia Blackwell a la arquitectura Nvidia Rubin, lo que impulsará un alto crecimiento para los fabricantes de CCL. El auge de la demanda ha provocado una oferta muy limitada

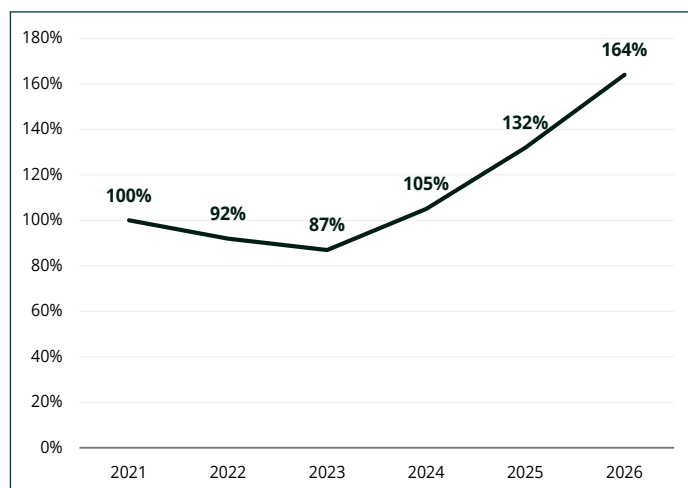
(3) Fuente: Bloomberg, datos de la empresa, septiembre de 2025.

(4) Fuente: Bloomberg, datos de la empresa, Goldman Sachs, BoAML Research, septiembre de 2025.

(5) Fuente: Bloomberg, datos de la empresa, septiembre de 2025.

de CCL (debido a la escasez de materiales clave como la fibra de vidrio), lo que ha generado dudas a la hora de ampliar la capacidad y, por lo tanto, ha agravado la restricción de la oferta y ha conferido una mayor ventaja a quienes disponen de materias primas y capacidad suficientes. Los precios del CCL han subido más rápidamente debido a esta dinámica y parecen respaldar un crecimiento fuerte y sostenido y unos márgenes de beneficio sólidos. A largo plazo, los actores capaces de actualizar continuamente su tecnología CCL y operar en la gama alta deberían mantener una prima.

LAMINADOS REVESTIDOS DE COBRE (CCL) DE ALTA GAMA: EQUILIBRIO ENTRE LA OFERTA Y LA DEMANDA (EN%, AÑO BASE 2021)

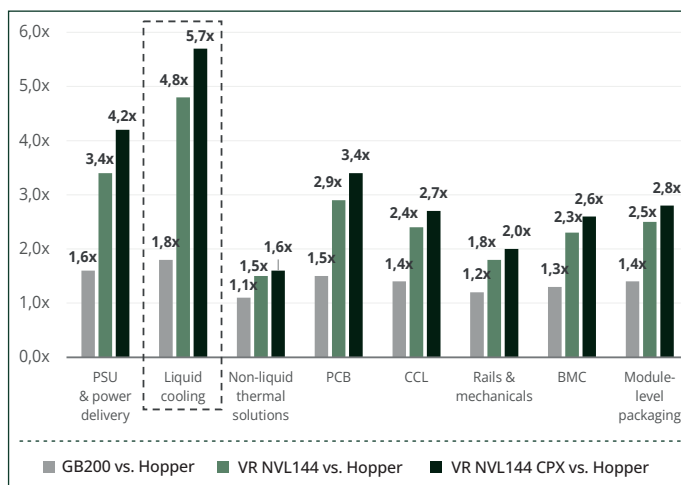


Fuente: Bloomberg, BofA Research, 2025

REFRIGERACIÓN LÍQUIDA

Nuestro viaje puso de relieve los crecientes retos que plantea la gestión térmica en los sistemas de IA. A medida que aumenta el contenido informático, también lo hace el consumo de energía y, por lo tanto, la necesidad de implementar soluciones para refrigerar eficazmente sistemas cada vez más calientes se está convirtiendo en un área de interés creciente para la industria. El valor del contenido de los componentes de disipación térmica en la refrigeración por aire para servidores de IA se ha multiplicado por 18 en comparación con los servidores convencionales, y las soluciones de refrigeración líquida más eficaces podrían experimentar una mejora adicional del valor del contenido de entre 3 y 6 veces, lo que impulsaría tanto los ingresos como el margen de beneficio. Una empresa con la que nos reunimos comentó que “nunca había visto crecer un negocio así”. En este ámbito están surgiendo nuevas tecnologías, entre las que destacan las “tapas de microcanales”, con una transferencia de calor y una eficiencia de refrigeración superiores, que consideramos una oportunidad interesante para obtener un mayor valor añadido, aunque los plazos para su adopción aún son inciertos y es probable que quienes ya cuentan con experiencia y trabajan directamente con los principales clientes mantengan sus ventajas.

MEJORA DEL VALOR DEL CONTENIDO DE HARDWARE POR GENERACIÓN DE GPU (X)



Fuente: Bloomberg, BofA Research, 2025

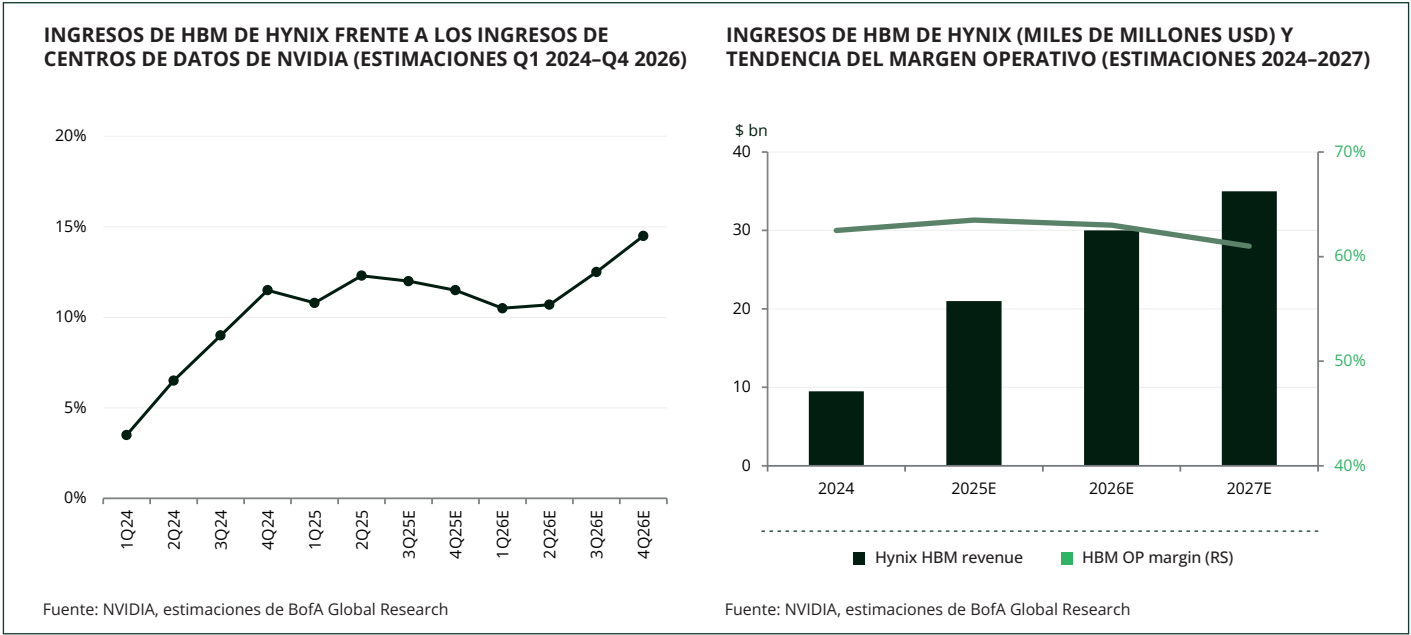
SK HYNIX: EL CREADOR DE RECUERDOS

SK Hynix también se encuentra en el epicentro del auge de la IA, gracias al liderazgo tecnológico de la empresa en memoria de alto ancho de banda (HBM), necesaria para los chips avanzados de IA, y a su participación de mercado dominante con clientes importantes, en particular Nvidia, que ha sido fundamental para nuestra opinión. Pasamos tiempo con la dirección en Corea, así como con compañeros y actores de la cadena de suministro para asegurarnos de que esta tesis se mantuviera intacta.

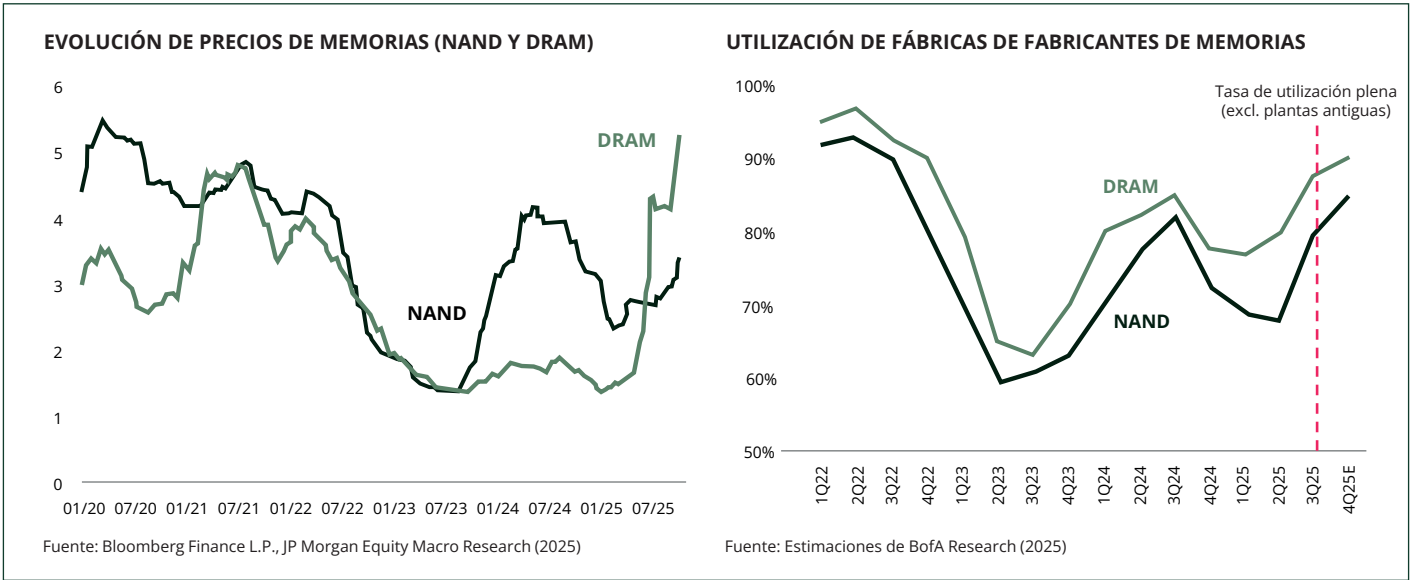
La atención se centra directamente en las negociaciones de precios con Nvidia para los contratos de HBM4 de próxima generación, que determinarán la rentabilidad a partir de 2026. La prolongada duración de estas negociaciones sugiere que las condiciones de negociación son difíciles para ambas partes y, tal vez, también la incertidumbre de Nvidia sobre la preparación de Samsung como segunda fuente. Independientemente del resultado, estamos seguros de que Hynix mantendrá una participación dominante en HBM en el futuro inmediato. Aunque la nueva tecnología 1c de Samsung podría ofrecer ventajas en cuanto a eficiencia energética, la fiabilidad probada de Hynix seguirá proporcionando rendimientos inigualables y menores índices de fallos, factores determinantes clave para la rentabilidad, donde la experiencia, la escala y la gestión del rendimiento son más importantes. Además, según se informa, Hynix está a punto de ganar participaciones de mercado con hiperescaladores como Google y Amazon, a la espera del resultado de Nvidia.

Aunque se cree que los costes de HBM4 han aumentado entre un 30% y un 50% con respecto a la generación anterior, Hynix insiste en que su base de costes sigue estando muy por debajo de los precios de venta. Incluso un modesto aumento de los precios podría mantener unos márgenes sólidos, lo cual es un objetivo fundamental. Acogemos con satisfacción

esta disciplina, que también se refleja en la gestión de la capacidad, donde la empresa ha declarado que solo fabricará en función de la demanda asegurada, rechazando la mentalidad de “construye y vendrán” que en su día desestabilizó los ciclos de la DRAM. La dirección busca la estabilidad y la rentabilidad por encima de la escala, reforzando una cultura moldeada por las lecciones aprendidas de la sobreexpansión del pasado.



A medida que HBM4 se imponga a partir de la segunda mitad de 2026, los precios de la generación anterior HBM3e descenderán de forma natural. Sin embargo, no compartimos los temores de una profunda erosión de los márgenes de HBM que algunos han expresado. En cambio, somos optimistas y creemos que la demanda impulsada por la IA está absorbiendo la oferta, mientras que la DRAM convencional ha entrado en lo que la dirección ha denominado un “repunte sigiloso”, lo que proporciona una fuente adicional de crecimiento, ya que la oferta del sector se ve limitada por la reasignación hacia HBM, mientras que las perspectivas de la demanda se mantienen firmes. Incluso el mercado NAND ha entrado ahora en territorio positivo a medida que se normalizan las existencias, lo que apunta a un repunte estructural de los precios y la rentabilidad de NAND, con una asignación de capital que ahora apunta a obtener rendimientos sostenibles de la inversión. Vemos un crecimiento sostenible de los beneficios y un ciclo positivo prolongado.

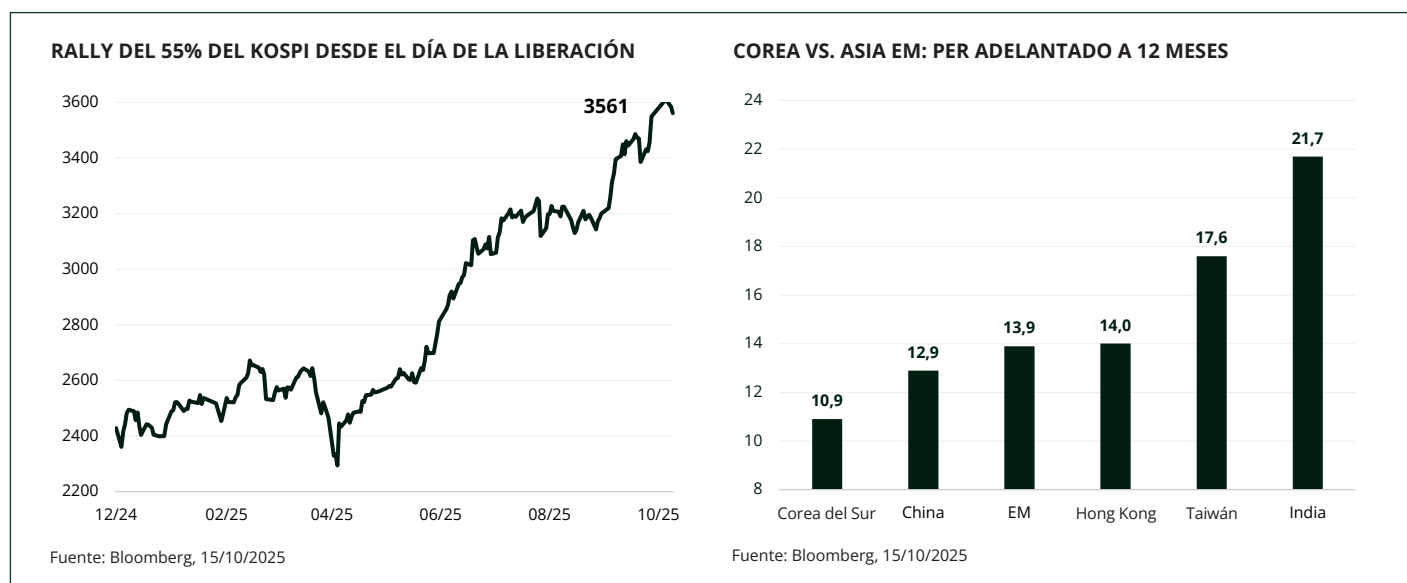


La doble exposición de SK Hynix al liderazgo en HBM y a la recuperación de DRAM/NAND le confiere una posición única. Las valoraciones se han recuperado recientemente debido a los titulares sobre la visita de Sam Altman a Corea, durante la cual anunció una alianza estratégica de OpenAI con SK Hynix y SAMSUNG ELECTRONICS para suministrar HBM al proyecto Stargate. Los volúmenes mencionados en este acuerdo representan más del 100% de la capacidad actual de toda la industria de la memoria. Por lo tanto, aunque consideramos que esto es principalmente un combustible para un mercado de IA que ya está en auge, y lo tomamos con mucha cautela, sí que subraya la importancia del suministro de memoria en la infraestructura de IA y representa una enorme oportunidad de crecimiento adicional, lo que reduciría aún más el suministro del sector.

Aunque el resultado de las negociaciones de HBM4 con Nvidia puede marcar la pauta a corto plazo, seguimos convencidos de que la combinación del liderazgo tecnológico, la sólida demanda de IA y un balance general robusto, todo ello con un PER de solo 6,9 veces para 2026⁽⁶⁾, respalda un mayor potencial de revalorización.

ES HORA DE QUE COREA “AUMENTE SU VALOR”

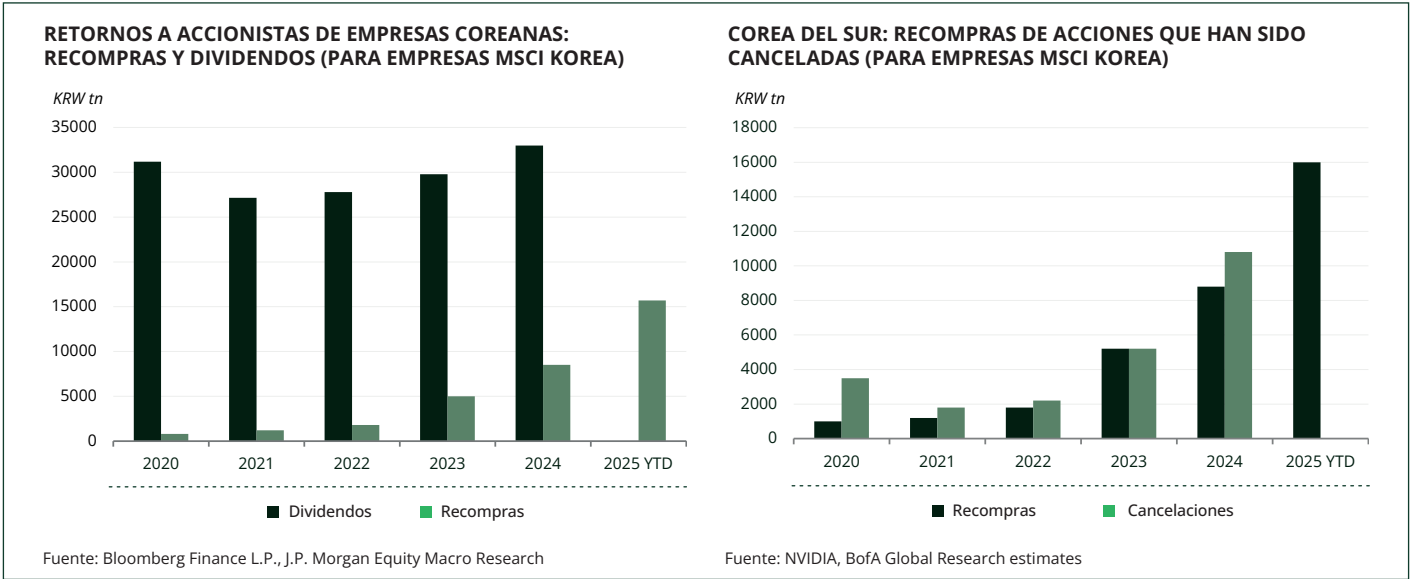
La historia de la reforma de la gobernanza corporativa de Corea, orientada a aumentar el valor, añade un motor secular al mercado bursátil coreano, que durante mucho tiempo ha cotizado con el llamado “descuento coreano” y, a pesar de haber subido más de un 60% este año, la renta variable coreana sigue cotizando muy por debajo de otras contrapartes asiáticas. Las valoraciones persistentemente bajas han limitado durante mucho tiempo la creación de riqueza nacional, han fomentado la fuga de capitales y han elevado el coste del capital para las nuevas empresas. Las reformas en curso tienen por objeto invertir este ciclo fomentando una gestión disciplinada del capital, una gobernanza equitativa y una mayor participación de los accionistas. Si se implementa con éxito, esta reforma podría marcar un punto de inflexión en la evolución económica y del mercado de Corea del Sur.



Las elecciones presidenciales celebradas en junio de este año han dado un nuevo impulso a las reformas de gobernanza, que llevaban mucho tiempo aplazadas. En los últimos meses, se han promulgado múltiples revisiones de la Ley de Sociedades Anónimas, lo que ha reforzado considerablemente las obligaciones fiduciarias de los consejos de administración para con todos los accionistas. Entre los principales logros se incluyen: hacer que los miembros del consejo de administración rindan cuentas ante todos los accionistas, y no solo ante los mayoritarios; el requisito de que al menos un tercio de los consejeros de las grandes empresas sean independientes; la introducción del voto acumulativo obligatorio y el refuerzo de la independencia del comité de auditoría. Hay más por venir, con cambios previstos en la onerosa tributación de los dividendos, aunque sigue siendo improbable la reducción del impuesto de sucesiones (que fomentaría la liberación de valor en las a menudo complejas estructuras de participación cruzada de los chaebols), considerada como el “santo grial”.

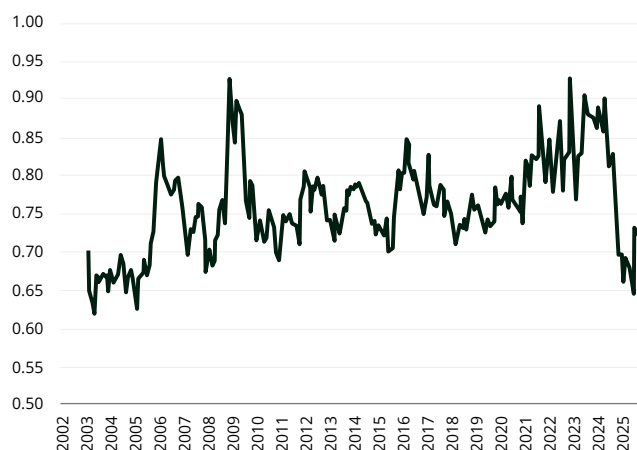
Existe también una visión más amplia para estas reformas, más allá de la recuperación del mercado. El nuevo **gobierno** unificado **del presidente Lee** pretende utilizar la reforma del mercado de capitales como herramienta para reducir la desigualdad en Corea: promover la participación en el mercado financiero como medio para reequilibrar la creación de riqueza hacia activos financieros más productivos y reducir la dependencia de Corea del sector de Bienes Inmobiliarios, que aún representa el 64% de los activos de los hogares. Actualmente se está produciendo una convergencia entre la reforma de la gobernanza, la estabilidad política y el cambio de actitud social hacia la riqueza, lo que respalda la necesidad de corregir los graves desequilibrios sociales. Dado que la demografía coreana es una de las peores del mundo y que la riqueza está concentrada en manos de muy pocos, es necesario ampliar la distribución y las fuentes de riqueza para ayudar a cumplir con las obligaciones en materia de pensiones de una población que envejece rápidamente.

Es alentador que hay indicios tangibles de que las empresas coreanas están respondiendo, lo cual se percibió cualitativamente a partir de nuestro compromiso con las empresas sobre el terreno y se puede observar cuantitativamente a través del rápido aumento de las recompras de participaciones (un 80% interanual) y las cancelaciones en los últimos dos años, con un salto en las cancelaciones de participaciones propias de 4,5 billones de wones surcoreanos en 2023 a cerca de 18 billones en lo que va de 2025.



La mayoría de los equipos directivos con los que hablamos comprendían la necesidad de avanzar hacia una asignación de capital más favorable para los accionistas y, durante el viaje, nos tranquilizó comprobar que el Gobierno y los reguladores están comprometidos con seguir presionando para mejorar los estándares de gobierno corporativo. Sin embargo, muchos inversores siguen mostrándose escépticos, lo que significa que, a pesar de la evolución registrada en lo que va de año, las valoraciones solo han vuelto a los promedios a largo plazo y aún no reflejan una revalorización estructural real de este mercado. Si las normas de gobernanza convergen aún más con los estándares globales, aún podría haber un aumento significativo. La visión a largo plazo es clara: un círculo virtuoso que se refuerza a sí mismo, en el que los mayores rendimientos para los accionistas atraen la participación nacional, aumentan la eficiencia del capital y reducen el coste del capital para la innovación. Este ciclo podría transformar los mercados coreanos, que actualmente están crónicamente infravalorados, en mercados dinámicos y autosuficientes. Sin embargo, siguen sin resolverse importantes obstáculos, como las estructuras de propiedad arraigadas y las opacas transacciones entre partes relacionadas, por lo que el camino hacia el objetivo del presidente Lee, antes inimaginable, de “Kospi 5000” puede que no sea imposible, pero es probable que sea irregular. Sin embargo, en un momento en el que otros mercados se acercan a valoraciones récord, la valoración relativa de Corea sigue presentando un descuento sustancial y los niveles de propiedad extranjera apenas han variado. Si a esto le sumamos los impulsores de la inteligencia artificial, la cultura K y otros sectores industriales, creemos que aún queda mucho por hacer.

**TENDENCIA DEL PER DE COREA VS. ASIA EX-JAPÓN
(FORWARD DEL PER A 12 MESES)**



Fuente: CLSA, Korea Financial Supervisory Service, 2025

**NIVEL DE PROPIEDAD EXTRANJERA EN COREA
(% DE LA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL)**



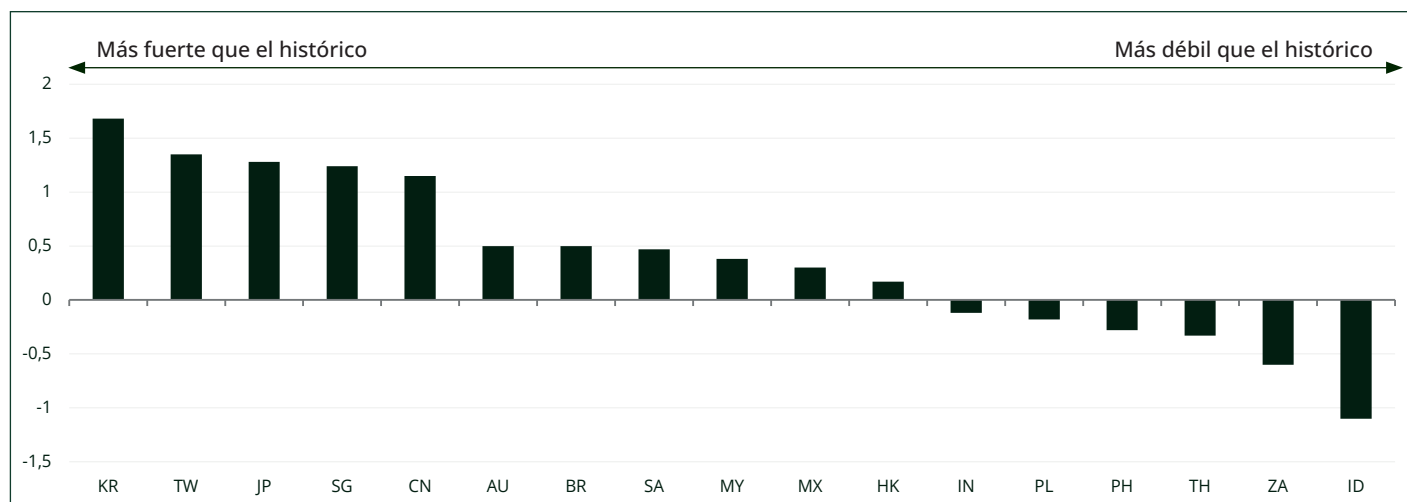
Fuente: CLSA, Korea Financial Supervisory Service, 2025

REFLEXIONES FINALES

Más allá de las oportunidades que ofrece la inteligencia artificial y las historias sobre la reforma del gobierno corporativo, otro factor positivo tanto para Taiwán como para Corea es la mejora de su dinámica macroeconómica. El PIB de Taiwán creció un 8% en el segundo trimestre de 2025, la tasa más alta en cuatro años, lo que llevó al Gobierno a revisar al alza la previsión para todo el año hasta el 4,45%⁽⁷⁾. No se puede decir lo mismo del PIB de Corea, pero con unos niveles de deuda bajos y un gobierno más expansionista en materia fiscal, hay margen para impulsar la economía. La asequibilidad de la vivienda en Corea se ha normalizado, y dado que la mayor parte del patrimonio de los hogares se encuentra en el sector inmobiliario, la eliminación del efecto riqueza negativo de la caída de los precios inmobiliarios ha supuesto un impulso esencial para la confianza y el consumo. Como era de esperar, ambas economías han experimentado un auge de sus exportaciones (en particular, las exportaciones relacionadas con los semiconductores), mientras que sus divisas también han tenido una buena rentabilidad este año. Los tipos de interés en Taiwán se sitúan en el 2,5% y el Banco de Corea los ha recortado recientemente en 50 puntos básicos, hasta el 2,5%.

Esto crea un sólido contexto para el crecimiento de los beneficios empresariales, que, cabe destacar, tanto en Corea como en Taiwán se encuentran en los niveles más altos en relación con las medias a largo plazo en comparación con el resto de los principales mercados asiáticos y mercados emergentes.

FORWARD DEL CRECIMIENTO DEL BPA A 24 MESES VS. PROMEDIO DE 10 AÑOS



Fuente: CLSA Research, October 2025

(7) Fuente: Perspectivas de la economía mundial del FMI, septiembre de 2025.

A pesar de ello, estos tigres asiáticos siguen sin estar en el punto de mira de muchos inversores globales y, estructuralmente, siguen estando infravalorados, a pesar de que albergan muchas de las empresas más rentables y de más rápido crecimiento del mundo. Esto demuestra un escaso reconocimiento del papel fundamental que desempeñan los mercados emergentes a la hora de hacer realidad la IA, pero, afortunadamente, beneficia a aquellos que están dispuestos a mirar más allá de las grandes capitalizaciones que acaparan la atención, en busca de la generación de alfa. La diversificación de nuestra exposición mediante la selección de acciones menos conocidas no solo nos ha ayudado a obtener mejores rendimientos en comparación con el indicador de referencia⁽⁸⁾, sino que también nos ha permitido distribuir nuestro riesgo entre diferentes partes de la cadena de valor tecnológica, lo que nos garantiza tener en cuenta el contexto completo de las oportunidades de inversión. En Taiwán y Corea, el panorama de inversión es mucho más amplio y variado de lo que muchos suponen. Como dice el “Tonic Man” de la película KPop Demon Hunters:



*Enfocarse está bien,
pero enfocarse en una sola parte lleva a
ignorar otras partes, lo que te hace estar
separado, aislado.*

Estamos de acuerdo y animamos a los inversores a que vuelvan a fijarse en los nuevos tigres asiáticos: ¡no muerden!

(8) 2025 año hasta la fecha a 30/09/2025 y en los últimos 3 y 5 años.

Fuente: Carmignac, Bloomberg, datos de la empresa, 30/10/2025. Las marcas comerciales y los logotipos no implican afiliación ni respaldo. La mención a determinados valores o instrumentos financieros se realiza a efectos ilustrativos, para destacar determinados títulos presentes o que han figurado en las carteras de los Fondos de la gama Carmignac. Los Carmignac Portfolio están sujetos a cambios sin previo aviso. La rentabilidad pasada no es necesariamente indicativa de resultados futuros. El rendimiento puede aumentar o disminuir como resultado de las fluctuaciones de la Divisa.

PRINCIPALES RIESGOS DE CARMIGNAC PORTFOLIO EMERGENTS (F EUR ACC)

EQUIDAD: Las variaciones de los precios de las acciones cuya amplitud dependa de los factores económicos externos, del volumen de los títulos negociados y del nivel de capitalización de la sociedad. **MERCADOS EMERGENTES:** Las condiciones operativas y la supervisión en los mercados “emergentes” pueden diferir de las normas vigentes en las grandes bolsas internacionales y afectar a los precios de los instrumentos cotizados en los que el Fondo puede invertir. **DIVISA:** El Riesgo de cambio está vinculado a la exposición a una moneda distinta de la moneda de valoración del Fondo, ya sea a través de inversiones directas o del uso de instrumentos financieros a plazo. **GESTIÓN DISCRECIONAL:** La anticipación de la evolución de los mercados financieros efectuada por la Sociedad gestora tiene un impacto directo en la rentabilidad del Fondo que depende de los títulos seleccionados.

El fondo tiene un riesgo de pérdida de capital.

RENTABILIDADES DE CARMIGNAC PORTFOLIO EMERGENTS (F EUR ACC)

	Rentabilidad anual (%)			Rentabilidad anualizada (%)	
	Fondo	Indicador de referencia ⁽¹⁾		Fondo	Indicador de referencia ⁽¹⁾
2014	+6,45%	+11,38%	3 años	+11,56%	+11,25%
2015	+3,92%	-5,23%	5 años	+5,30%	+6,96%
2016	+1,73%	+14,51%	10 años	+7,11%	+7,43%
2017	+19,76%	+20,59%	Desde el lanzamiento ⁽²⁾	+6,38%	+6,19%
2018	-18,22%	-10,27%			
2019	+25,53%	+20,61%			
2020	+44,91%	+8,54%			
2021	-10,29%	+4,86%			
2022	-14,35%	-14,85%			
2023	+9,79%	+6,11%			
2024	+5,49%	+14,68%			

Fuente: Carmignac a 30/09/2025. Escala de riesgo del KIID (Documento de datos fundamentales para el inversor). El riesgo 1 no implica una inversión sin riesgo. Este indicador podría evolucionar con el tiempo.

(1) Indicador de referencia: MSCI EM (USD) (dividendos netos reinvertidos). (2) Fecha de creación de la clase de participaciones: 15/11/2013. La rentabilidad pasada no es necesariamente indicativa de resultados futuros. La rentabilidad no incluye las tasas (excepto las posibles tasas de entrada cobradas por el distribuidor).

CARGOS DE CARMIGNAC PORTFOLIO EMERGENTS (F EUR ACC)

Costes únicos al entrar o salir	
Costes de entrada	No cobramos cuota de inscripción.
Costes de salida	No cobramos comisión de salida por este producto.
Terugkerende kosten die elk jaar worden geheven	
Comisión de gestión y otros gastos administrativos u operativos	1,15% del valor de su inversión al año. Esta estimación se basa en los costes reales del último año.
Costes de transacción	El 0,53% del valor de su inversión al año. Se trata de una estimación de los costes incurridos al comprar y vender las inversiones. subyacente al producto. El importe real variará en función de la cantidad que compremos y vendamos.
Gastos imprevistos asumidos en condiciones específicas	
Comisiones de rentabilidad	20,00% como máximo de la rentabilidad superior una vez que la rentabilidad desde el inicio del año supere al del indicador de referencia, incluso si es negativo y si aún no es necesario compensar ningún rendimiento inferior en el pasado. La cantidad real variará dependiendo de lo bien que La rentabilidad de la inversión. La estimación de los costes agregados anterior incluye la media de los últimos cinco años.

CLÁUSULA DE EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

COMUNICACIÓN PUBLICITARIA

Consulte el KID/folleto antes de tomar una decisión final de inversión. Este documento está destinado a clientes profesionales. La decisión de invertir en el fondo promocionado debe tener en cuenta todas sus características u objetivos, tal y como se describen en su folleto informativo. El presente comunicado ha sido publicado por Carmignac Gestion S.A., sociedad de gestión de carteras autorizada por la Autorité des Marchés Financiers (AMF) en Francia, y su filial luxemburguesa Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., sociedad de gestión de fondos de inversión autorizada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). "Carmignac" es una marca comercial registrada. "Invertimos en su interés" es un eslogan asociado a la marca comercial de Carmignac. Este documento no puede reproducirse, ni total ni parcialmente, sin el consentimiento previo de la Sociedad Gestora. Este material no constituye una oferta de suscripción ni un asesoramiento en materia de inversión. Este material no pretende proporcionar asesoramiento contable, jurídico o fiscal, y no debe utilizarse con ese fin. Este material se le ha proporcionado únicamente con fines informativos y no puede servirle de base para evaluar las ventajas de invertir en cualquiera de los valores o participaciones aquí mencionados ni para ningún otro fin. Los Carmignac Portfolio están sujetos a cambios sin previo aviso. La información contenida en este documento podría no estar completa y es posible que se modifique sin previo aviso. Se expresan en la fecha de redacción del presente documento y proceden de fuentes propias y ajenas consideradas fiables por Carmignac, pero no son necesariamente exhaustivas y no se garantiza su exactitud. Las personas a las que se apliquen tales prohibiciones no deben acceder a este material. Este material no está dirigido a ninguna persona en ninguna jurisdicción en la que (por razón de la nacionalidad, residencia o cualquier otro motivo de dicha persona) esté prohibido el material o la disponibilidad de este material. Las personas a las que se apliquen tales prohibiciones no deben acceder a este material. Los Fondos Carmignac están registrados en Singapur como régimen extranjero restringido (únicamente para clientes profesionales). El acceso al Fondo puede estar sujeto a restricciones con respecto a determinadas personas o países. Los Fondos Carmignac están registrados en Singapur como régimen extranjero restringido (únicamente para clientes profesionales). Los Fondos no han sido registrados en virtud de la US Securities Act de 1933. Los Fondos no pueden ofrecerse ni venderse, directa o indirectamente, en beneficio o por cuenta de una "persona estadounidense", según la definición de la normativa estadounidense Regulation S y FATCA. Empresa. Los riesgos, comisiones y gastos corrientes se describen en el KIID/KID. Los inversores pueden perder una parte o la totalidad de su capital, ya que el capital de los fondos no está garantizado. El folleto, los documentos de datos fundamentales (KID), los documentos de datos fundamentales para inversores (KIID), el valor liquidativo (NAV) y los informes anuales de los Fondos están disponibles en www.carmignac.com, o previa solicitud a la Sociedad Gestora. Los inversores pueden consultar un resumen de sus derechos en francés, inglés, alemán, neerlandés, español e italiano en la sección 5 de la "página de información reglamentaria" en el siguiente enlace: https://www.carmignac.com/en_US/regulatory-information Carmignac Portfolio hace referencia a los subfondos de Carmignac Portfolio SICAV, una sociedad de inversión de derecho luxemburgués, conforme a la Directiva OICVM. Los fondos de inversión franceses (fonds communs de placement o FCP) son fondos comunes de inversión de forma contractual que cumplen con la Directiva OICVM o GFIA en virtud de la legislación francesa. La Sociedad Gestora puede cesar la promoción en su país en cualquier momento. FP Carmignac ICVC (la "Sociedad") es una sociedad de inversión de capital variable constituida en Inglaterra y Gales con el número de registro 839620, autorizada por la Autoridad de Conducta Financiera (la "FCA") con efecto a partir del 4 de abril de 2019 y lanzada el 15 de mayo de 2019. FundRock Partners Limited es el director corporativo autorizado (el "ACD") de la empresa y está autorizado y regulado por la FCA. Domicilio social: Hamilton Centre, Rodney Way, Chelmsford, Inglaterra, CM1 3BY, Reino Unido; Registrada en Inglaterra y Gales con el número 4162989. Carmignac Gestion Luxembourg SA ha sido designada gestora de inversiones y distribuidora de la Sociedad. Carmignac Gestion SA, una sociedad de gestión de inversiones autorizada por la AMF, y Carmignac UK Ltd (registrada en Inglaterra y Gales con el número 14162894) han sido designadas como subgestoras de inversiones de la Sociedad. La rentabilidad pasada no es necesariamente indicativa de resultados futuros. La rentabilidad no incluye las tasas (excepto las posibles tasas de entrada cobradas por el distribuidor). El rendimiento puede aumentar o disminuir como resultado de las fluctuaciones de la Divisa, en el caso de las participaciones que no están cubiertas contra el riesgo de la Divisa. La mención a determinados valores o instrumentos financieros se realiza a efectos ilustrativos, para destacar determinados títulos presentes o que han figurado en las carteras de los Fondos de la gama Carmignac. Esto no pretende promover la inversión directa en dichos instrumentos ni constituye un asesoramiento de inversión. La Gestora no está sujeta a la prohibición de negociar con estos instrumentos antes de publicar cualquier comunicación. Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. La referencia a una clasificación o premio no garantiza los resultados futuros del UCIS o del gestor. Calificación Morningstar™: © 2023 Morningstar, Inc. Todos los derechos reservados. La información aquí contenida: es propiedad de Morningstar y/o sus proveedores de contenido; no puede copiarse ni distribuirse; y no se garantiza que sea precisa, completa u oportuna. Ni Morningstar ni sus proveedores de contenidos son responsables de los daños o pérdidas que puedan derivarse del uso de esta información. Las calificaciones de Fund Manager y las clasificaciones de Citywire son propiedad exclusiva de Citywire Financial Publishers Ltd ("Citywire") y © Citywire 2022. Todos los derechos reservados. La información de Citywire es propiedad exclusiva y confidencial de Citywire Financial Publishers Ltd ("Citywire"), no puede copiarse y Citywire excluye cualquier responsabilidad derivada de su uso. Copyright: Los datos publicados en esta presentación pertenecen exclusivamente a sus propietarios, mencionados en cada página. REINO UNIDO: Este documento ha sido elaborado por Carmignac Gestion, Carmignac Gestion Luxembourg o Carmignac UK Ltd y es distribuido en el Reino Unido por Carmignac Gestion Luxembourg. Suiza: el folleto, los KIID y el informe anual están disponibles en www.carmignac.ch, o a través de nuestro representante en Suiza, CACEIS (Suiza), S.A., Route de Signy 35, CH-1260 Nyon. El agente pagador es CACEIS Bank, París, sucursal de Nyon/Suiza, Route de Signy 35, 1260 Nyon.