Comentario sobre los resultados de Nvidia publicados en febrero de 2025

HYUN HO SOHN - Gestor del FF Global Technology Fund

Nvidia es un negocio sólido dirigido por un equipo gestor muy competente. Estos resultados son buenos y lo que están consiguiendo es digno de elogio. Sin embargo, como ya he señalado, no siempre las buenas empresas son excelentes inversiones, si existe un margen de seguridad reducido. Aunque estos resultados son buenos y las previsiones del próximo trimestre superaron las estimaciones, con el paso del tiempo el margen de superación es cada vez menor (véase la tabla debajo). Fue el dato más bajo desde que comenzó la historia de ChatGPT y el ciclo alcista de los beneficios de Nvidia en la primavera de 2023. La transición hacia su nueva arquitectura de chips Blackwell parece ir yendo bien y la demanda de los *hyperscalers* es, a todas luces, elevada. El ciclo de su tecnología Blackwell está arrancando, por lo que sus números probablemente sigan siendo sólidos a corto plazo.

Resultados a fecha:	% de sorpresa frente a estimaciones de ingresos del mercado	% de sorpresa frente a previsiones de ingresos de la empresa
Mayo 2023	10,39%	10,65%
Agosto 2023	22,32%	22,79%
Noviembre 2023	12,62%	13,25%
Febrero 2024	8,32%	10,52%
Mayo 2024	5,47%	8,52%
Agosto 2024	4,24%	7,29%
Noviembre 2024	5,51%	7,94%
Febrero 2025	2,84%	4,88%

Fuente: Bloomberg, 27 de febrero de 2025.

En conjunto, las cifras son respetables, pero están encontrando dificultades para seguir el ritmo de unas expectativas que aumentan. En este sentido, tenemos que entender dónde nos encontramos y cómo podrían desarrollarse los acontecimientos durante los próximos años. Mi opinión es, básicamente, la misma que antes. El dinamismo actual es insostenible y existen riesgos para la continuidad de la dinámica de crecimiento a medio y largo plazo.

La intensidad de las inversiones de los clientes de *hyperscale* (inversiones divididas por ingresos) se encuentra en máximos históricos actualmente, pero creo que se normalizará, por lo que el crecimiento de la inversión será más lento que el crecimiento de sus ingresos a partir de ahora. Los *hyperscalers* también van a usar más chips desarrollados internamente, frente a las GPU de Nvidia.

Una parte importante de la demanda de GPU procede de las *startups* de IA, donde se engloban los creadores de modelos frontera de IA, que dependen mucho de la financiación externa. Dado que estas empresas están lejos de generar flujos de efectivo positivos, sus inversiones de crecimiento deben financiarse con capital externo, algo que cada vez va a ser más difícil.

El margen bruto de Nvidia es muy elevado y, en mi opinión, insostenible. Se consiguió en un entorno en el que los clientes han sido menos sensibles al precio, debido a la urgencia percibida del desarrollo de la IA generativa y al deseo de no quedarse atrás en una nueva "carrera armamentística", pero también ha habido un número limitado de alternativas. Sin embargo, esta situación se normalizará. Aunque las GPU están claramente bien situadas para satisfacer las necesidades de entrenamiento de los grandes modelos frontera de los *hyperscalers*, se enfrentarán a la competencia planteada por la internalización del diseño de chips por parte de estos clientes y al hecho cada vez más evidente de que podría no ser tan necesario actualizar constantemente al último chip de altas prestaciones para conseguir resultados satisfactorios. También podrían necesitarse menos alternativas de GPU a medida que pasamos de la fase de entrenamiento de los modelos a la fase de inferencia.

Para concluir, me gustaría señalar que los riesgos en torno a la acción siguen aumentando y pesan más que la recompensa, lo que significa que el fondo no invierte en ella.

Énfasis en las oportunidades que ofrece la IA en software y servicios

Aunque Nvidia no está en cartera, sigo creyendo firmemente en la temática de la IA generativa y me estoy exponiendo a través de los beneficiarios infravalorados que existen a lo largo de la cadena de valor de esta tecnología, poniendo el foco en los fundamentales y en las valoraciones. Me gustan valores donde la IA generativa es un motor de crecimiento a largo plazo, pero que no dependen de lo rápido que se adopte.

Aquí cabe citar algunos actores de la nube, como Amazon y Google, que monetizarán la tecnología con el aumento de la adopción. El alquiler de capacidad informática y los servicios conexos son un modelo de negocio que no es tan cíclico como los semiconductores de

IA, aunque el fondo sigue invirtiendo en TSMC, cuyo negocio de fabricación de semiconductores debería salir beneficiado con independencia de qué chip o cliente de IA destaque. El fondo también invierte en Samsung Electronics, cuya oferta de memorias de banda ancha debería experimentar un aumento de la demanda en el futuro. En equipos para semiconductores, el empaquetado avanzado está acrecentando su importancia en la tecnologías de IA. Las empresas de infraestructuras de datos y consultoría de IA también son beneficiarias subestimadas, ya que los datos útiles y los conocimientos especializados van a convertirse en factores clave para conseguir despliegues exitosos.

Aunque los discursos en torno a la IA y su disrupción en los negocios de software de aplicaciones han presionado los múltiplos de valoración del sector, creo que muchas empresas de software pueden integrar la IA para mejorar sus ofertas de servicios y crear nuevos modelos de negocio. Las empresas que suministran software de atención al cliente han caído con fuerza debido a los riesgos de disrupción de la IA, pero pueden explotar su especialización y la IA creará oportunidades de venta incremental. Sigo atento por si surgen oportunidades como estas.

Rentabilidades en periodos sucesivos de 12 meses, después de comisiones, EUR (%)

	31.01.15 - 31.01.16	31.01.16 - 31.01.17	31.01.17 - 31.01.18	31.01.18 - 31.01.19	31.01.19 - 31.01.20	31.01.20 - 31.01.21	31.01.21 - 31.01.22	31.01.22 - 31.01.23	31.01.23 - 31.01.24	31.01.24 - 31.01.25
FF Global Technology A-EUR	3,4	37,9	18,3	10,8	34,3	33,9	21,5	-4,6	26,0	26,7
MSCI ACWI Information Technology (N)	3,4	25,6	25,9	2,4	44,8	29,6	26,5	-14,4	41,1	31,8
Diferencia de rentabilidad	**-0,1**	**12,3**	**-7,6**	**8,3**	**-10,6**	**4,3**	**-5,0**	**9,8**	**-15,1**	**-5,1**

Fuente: Fidelity International, 31 de enero de 2025. Los datos de rentabilidad corresponden a la clase de participaciones A-EUR del Fidelity Funds – Global Technology Fund. Índice comparativo: MSCI ACWI Information Technology (N). La rentabilidad es encadenada, neta de comisiones, en euros. Base de cálculo: Valor liquidativo al inicio y al final del periodo, con reinversión de rendimientos brutos, en EUR. Los datos mostrados no tienen en cuenta las eventuales comisiones iniciales. Los totales pueden no ser exactos debido al redondeo. Hyun Ho Sohn tomó las riendas de la estrategia el 31 de marzo de 2013.

Información importante

- La rentabilidad histórica no garantiza rentabilidades futuras. Las rentabilidades del fondo pueden aumentar o disminuir como consecuencia de las fluctuaciones de las divisas.
- El valor de las inversiones y la renta derivada de ellas pueden aumentar o disminuir y los inversores podrían no recuperar íntegramente su inversión.
- Los fondos están sujetos a cargos y gastos. Los cargos y gastos reducen la revalorización potencial de la inversión. El inversor podría recibir menos de lo que pagó. Los costes pueden disminuir o aumentar como consecuencia de las fluctuaciones de las divisas y los tipos de cambio.
- El fondo invierte en mercados extranjeros y el valor de las inversiones puede verse afectado por las variaciones de los tipos de cambio.
- El fondo invierte en los mercados emergentes, que pueden ser más volátiles que otros mercados más desarrollados.
- El fondo presenta o podría presentar un alto grado de volatilidad debido a la composición de su cartera o las técnicas de gestión aplicadas.
- Este fondo invierte más que otros en empresas de pequeña y mediana capitalización, que pueden conllevar un mayor riesgo porque sus cotizaciones podrían ser volátiles que las de las empresas más grandes y sus valores suelen ser menos líquidos.
- El fondo no ofrece ninguna garantía o protección en lo que respecta a la rentabilidad, la preservación del capital, la estabilidad del valor liquidativo o la volatilidad.
- Las referencias a valores específicos no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta de dichos valores y constituyen menciones con carácter exclusivamente ilustrativo.
- Se informa a los inversores de que las opiniones expresadas pueden no estar actualizadas y pueden haber sido tenidas ya en cuenta.
- Este fondo podrá utilizar instrumentos financieros derivados con fines de gestión eficiente de la cartera, lo que puede exponerlo a un mayor grado de riesgo y puede provocar que las inversiones experimenten fluctuaciones de los precios superiores a la media.
- El fondo promueve características medioambientales y/o sociales. El énfasis del gestor de inversiones en valores que presentan características sostenibles puede afectar de forma desfavorable a los resultados de las inversiones del fondo comparado con fondos similares que no poseen dicho énfasis. Las características sostenibles de los valores pueden variar con el paso del tiempo. Cuando se alude a los aspectos relacionados con la sostenibilidad del fondo que se promociona, la decisión de invertir debe tener

en cuenta todas las características u objetivos de dicho fondo, tal y como se detalla en el folleto. Se ofrece información sobre los aspectos relacionados con la sostenibilidad de conformidad con el SFDR en https://www.fidelity.lu/sfdr.

Por favor, consulte el folleto y el DFI del fondo antes de tomar una decisión de inversión. La inversión que se promueve se refiere a la adquisición de participaciones o acciones de un fondo y no de algún activo subyacente que posea el fondo. Se puede encontrar información detallada sobre los riesgos en el Folleto.

Información legal importante

Este documento tiene una finalidad exclusivamente informativa y está destinado únicamente a la persona o entidad a la que ha sido suministrado.

Este documento no constituye una distribución, una oferta o una invitación para contratar los servicios de gestión de inversiones de Fidelity, o una oferta para comprar o vender o una invitación a una oferta de compra o venta de valores o productos de inversión. Fidelity no garantiza que los contenidos de este documento sean apropiados para su uso en todos los lugares o que las transacciones o servicios comentados estén disponibles o sean apropiados para su venta o uso en todas las jurisdicciones o países o por parte de todos los inversores o contrapartes.

Se informa a los inversores de que las opiniones expresadas pueden no estar actualizadas y pueden haber sido tenidas ya en cuenta por Fidelity. Son válidas únicamente en la fecha indicada y están sujetas a cambio sin previo aviso.

Fidelity International es el nombre del grupo de empresas que forman la sociedad internacional de gestión de activos que ofrece información sobre productos y servicios en jurisdicciones específicas fuera de Norteamérica. Esta comunicación no está dirigida a personas que se encuentren en los EE.UU. y no debe ser tenida en cuenta por dichas personas. Está dirigida exclusivamente a personas que residen en jurisdicciones donde los fondos correspondientes se hayan autorizado para su distribución o donde no se requiere dicha autorización.

A menos que se indique lo contrario, todos los productos y servicios son suministrados por Fidelity International y todas las opiniones expresadas pertenecen a Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, el logo de Fidelity International y el símbolo F son marcas comerciales registradas de FIL Limited.

Le recomendamos que obtenga información detallada antes de tomar cualquier decisión de inversión. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información contenida en el folleto vigente (en español e inglés) y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), en español, disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales más recientes a través de https://www.fidelityinternational.com y www.fondosfidelity.es

Fidelity Funds es una institución de inversión colectiva abierta constituidas en Luxemburgo. Las entidades distribuidoras y depositarias son, respectivamente, FIL (Luxembourg), S.A. y Brown Brothers Harriman (Luxembourg) S.C.A. Para su comercialización y marketing en España, Fidelity Funds está inscrita con el número 124 en el registro de Instituciones de Inversión Colectiva Extranjeras de la CNMV, donde se puede obtener información detallada sobre los distribuidores locales.

Los inversores o inversores potenciales pueden obtener información sobre sus respectivos derechos en relación con reclamaciones y litigios a través del siguiente enlace: www.fondosfidelity.es en español. Publicado por FIL (Luxembourg) S.A., entidad autorizada y supervisada por la Comisión de Vigilancia del Sector Financiero de Luxemburgo (CSSF).

25ES044 / GLEMUS5325-0525