



Nogal Capital

"El mercado está diseñado para transferir dinero del paciente al paciente."

Warren Buffett

En Madrid, a 8 de octubre de 2025

"Jefazos, crypto bros, deportistas de elite y Elthon John estarán en un sofocante Singapur este fin de semana para ver la F1 y contribuirán al gasto en bienes de lujo sobre el 7%", nos cuenta The Economist. Este titular contrasta fuertemente con los dos primeros del mismo medio sobre el conflicto israelí-palestino y la guerra en Ucrania. El mundo, el ser humano y la economía están llenos de incoherencias y de ineficiencias. Visto desde otro punto de vista: el mundo está lleno de problemas que, como empresarios e inversores, tenemos la oportunidad de ayudar a solucionar.

En Nogal Capital entendemos el capitalismo como la forma más eficiente de organizar a todos los agentes y medios económicos para resolver los problemas de los consumidores a cambio de una compensación para cada parte involucrada, es decir, con los intereses alineados. En 1958 Milton Friedman nos explicaba de forma brillante en [este video](#) la complejidad de fabricar un simple lápiz que, por otro lado, es un desarrollo tecnológico fácilmente a la altura de la IA.

La realidad siempre ha encerrado un alto grado de complejidad e incertidumbre, que he conseguido gestionar durante los dieciséis años que llevo viviendo de mis inversiones y, especialmente, durante estos cuatro años de vida de nuestro fondo de inversión, gracias a nuestros **cuatro principios**: paciencia, trabajo, disciplina y humildad.

- Invertimos a largo plazo siempre, porque nuestro objetivo es que el dinero trabaje para nosotros el resto de nuestra vida. Para ello, la **paciencia** juega un papel clave para ver cómo nuestros buenos negocios caen un 10% y no despeinarnos sabiendo que terminarían recuperándose y finalmente devolviéndonos la rentabilidad que esperábamos.
- Nuestra cartera de inversiones es el resultado de mucho **trabajo** acumulado. Tenemos una cartera en la que confío (todos mis ahorros y los vuestros) no ciegamente, sino plenamente consciente de las debilidades y las fortalezas. Es una cartera que tiene una rentabilidad por beneficios netos (contables) anuales del 20%.

- He llegado a esta convicción a base de **disciplina** y consistencia a lo largo de los años, porque estoy convencido de que la única forma de aprender un trabajo que está a mitad de camino entre la ciencia y el arte es a base de teoría y práctica. Lo mismo que el esquí no se puede aprender en libros solamente.
- Y por último la **humildad**, que ha sido clave durante todos estos años para que a pesar de toda la convicción que pueda tener, no poner todos los huevos en la misma cesta. Por ello invertimos en una cartera diversificada en treinta acciones, porque en ocasiones alguna empresa fallará, pero con eso y con todo, en los últimos tres años hemos conseguido una rentabilidad anualizada del 16%.

Ya han pasado cuatro años desde que decidí asumir la responsabilidad de gestionar vuestros ahorros, viendo como mis ideas funcionan y nos hacen ganar dinero. Pero estos son solo los primeros cuatro años de los próximos cuarenta y seis que voy a seguir trabajando con las ideas de Warren Buffett, las de los estoicos y las de la Escuela Austríaca de Economía, para seguir rentabilizando nuestros ahorros.

Leer, aprender, estudiar y analizar son otras cuatro palabras que forman parte de mi forma de trabajar. Este trimestre he profundizado en la IA y la tecnología. Las lecturas más relevantes han sido The Technological Republic, The Coming Wave, biografía de Steve Jobs y Tim Cook, y siempre The Economist, por la variedad de temas y de donde he seleccionado cuatro titulares de los artículos que he guardado:

- ¿Y si la burbuja de inversión en IA de 3 billones de dólares sale mal?
- El código de la IA es más simple, pero no mejor.
- ¿Y si el mercado bursátil de la IA estalla?
- Guerra, geopolítica, crisis energética: cómo la economía esquiva cada desastre.

Y me surgen dos preguntas:

¿Volaríais en un avión sin piloto?

La reflexión es de especial relevancia en un momento en el que la gran revolución de los mercados financieros gira en torno a la gestión cuyo mantra es invierte a largo plazo y no mires en qué. Factset señala que el 40% de los ahorros están gestionados sin saber en qué empresas se invierte ni a qué precio. El funcionamiento de la gestión pasiva así entendido es similar al de la IA, preguntamos a "una caja negra" y muchas veces no corroboramos la información. Si le preguntamos a Chatgpt por una cartera diversificada nos sugiere invertir en ETFs, y si

profundizamos y le preguntamos sobre diversificación nos dice que "los diez primeros valores del S&P500 pesan más del 35%" y señala "esto no es diversificación real".

Realmente no tenemos que saber como se pilota un avión, ni el principio de sustentación de Bernoulli, que es el mismo que aplica a la vela y al windsurf. Sin embargo, no creo que debamos confiar a ciegas en una caja negra. En mi opinión, las máquinas y la IA son herramientas que deben entenderse y utilizarse como tal.

La IA va a cambiar el mundo y nuestra forma de trabajar. Yo mismo me apoyo en ella cada vez más para agilizar procesos y la creación de automatizaciones que antes me llevaba varios días. Pero... [los bajos tipos de interés de la década pasada, el capital riesgo \(Private Equity\), la gestión pasiva](#), han provocado que los riesgos de las empresas de este sector puedan estar infravalorados. Dicho de otro modo, el avance tecnológico de la IA es indudablemente bueno, pero los precios de las acciones lejos de excepcionales, pienso que son demasiado optimistas.

¿Son las energías renovables sostenibles a corto y medio plazo?

En mi opinión, la pregunta del millón es como vamos a abastecer de energía a la humanidad durante los siguientes diez, veinte o cincuenta años. Necesitamos energía para calentar nuestras casas, encender nuestros ordenadores y los centros de datos de la IA, encender fábricas y tractores...

Aparentemente, las energías renovables son la solución a largo plazo para luchar contra el calentamiento global. Pero por el camino nos estamos dejando los derechos humanos. La ONU ha denunciado en repetidas ocasiones que "Se han cometido graves violaciones de los derechos humanos en la Región Autónoma Uigur de Xinjiang". [Esta región es la productora del 40-45% del silicio grado solar.](#)

No solo eso, sino que China produce el 64% de su energía desde combustibles fósiles y consume el 50% del carbón mundial. Creo que necesitamos responder a estas preguntas antes de fundamentar el crecimiento económico sostenible y estado de bienestar en estas fuentes de energía.

Mientras respondemos a estas cuestiones, necesitamos fuentes de energía que mejoren la situación actual reduciendo las emisiones de CO2 mientras encontramos la mejor solución. Las opciones son el gas natural, la energía nuclear, y potencialmente el hidrógeno. El principal problema del hidrógeno, es que hoy en día, solo se consigue que sea económicamente viable como un subproducto de otros procesos como el refino del petróleo y derivados (forma gris). Este punto es fundamental porque nadie trabaja gratis: para que cualquier solución sea sostenible a largo plazo debe proporcionar una remuneración al empresario y/o trabajador.

Por otra parte, y en mi opinión, la transición energética pasará por el gas natural porque responde de forma óptima al Trilema energético: es un recurso abundante y barato; tiene menos emisiones de CO2 que otros combustibles fósiles; y procedente de una amplia diversidad de países que refuerzan la seguridad de suministro. La energía nuclear también es una alternativa viable, pero hasta la fecha de este informe no he encontrado buenos negocios a precios excepcionales, aunque sigo buscando.

Lo que sí que he encontrado son pozos de gas natural en EE.UU., plantas para licuefactarlo, buques para transportarlo... Es un sector al que no se le está prestando la debida atención y que también está rodeado de incoherencias como por ejemplo que sigamos importando en [España el 35% del gas natural de Rusia](#) (la UE27 importa todavía el 19% de Rusia). Y riesgos geopolíticos añadidos al ser un arma de negociación de EE.UU. que está presionando a la UE para que les compre gas natural. Nuestras empresas ofrecen servicios y soluciones en toda la cadena de valor del gas natural, y ganan dinero por ello.

Los principales movimientos en nuestras inversiones

Durante el tercer trimestre hemos invertido en Bumble, la app de citas online ya que hemos encontrado un negocio más maduro y estable que cuando salió a bolsa. La historia tiene cierta controversia ya que el precio de salida fue \$80 y el principal accionista Blackstone, gestor de Private Equity, aprovechó para vender su participación totalmente mientras la empresa prometía ser el próximo unicornio, crecer fuertemente en beneficios, y el precio de la acción caía más del 90%. Ahora nos encontramos con una realidad totalmente distinta, Blackstone vuelve a comprar acciones que cotizan a \$6 al igual que la fundadora ex Tinder Whitney Wolfe, y lo más importante, la empresa gana dinero.

También hemos vendido nuestra posición en KPS AG, la consultora IT alemana. La empresa ha perdido un cliente importante lo que nos genera dudas sobre la recurrencia de sus ingresos y beneficios. Pensamos que lo puede seguir haciendo bien, sin embargo, la inversión en Bumble nos parece que tiene mayor potencial de revalorización. En esta ocasión hemos realizado un pérdida del 0,4% de nuestro patrimonio.

También debemos mencionar la evolución de cuatro negocios:

- Cool Co ha recibido una oferta de compra del principal accionista con la que ganamos un 38% en unos meses. La buena noticia es que ha sido más rápida de lo esperado y en unos meses hemos realizado un beneficio sustancial. La mala noticia es que esperábamos que el beneficio fuese superior ya que mi valoración del negocio es superior. Sin embargo, la dirección ha recomendado aceptar la oferta y dado el importante peso del accionista principal, pienso que la mayoría de los

accionistas la aceptarán por lo que prefiero vender, realizar el beneficio e invertir una tesis de inversión más clara.

- BW Offshore ha entregado su principal planta licuefactora de gas natural. Este es un hito importante que supondrá una generación de caja significativa en el largo plazo y seguramente despierte el interés de otros inversores.
- ThyssenKrupp ha recibido una oferta no vinculante de Jindal Steel para adquirir el segmento acerero de la empresa y el principal accionista ha declarado su intención de aceptarla. El acero europeo es pionero en sostenibilidad y reducción de emisiones de CO₂, y al imponer tarifas al resto del mundo cuando no cumplan con estos estándares, ha fomentado el interés por estas tecnologías.
- Urbas Grupo Financiero ha presentado concurso voluntario de acreedores ya que la dirección no ha convencido a un acreedor importante con su plan de reestructuración. El departamento de riesgos de la gestora ha decidido provisionar el 99% de esta posición que, dado el riesgo que asumíamos, solo suponía el 1,6% de nuestra cartera. Por mi parte, considero que al invertir en este negocio con un 75% de descuento sobre el valor neto de deudas de los bienes inmuebles, lo hicimos con un margen de seguridad amplio que cubría esta eventualidad. Aunque me incomoda el desenlace, la evaluación final dependerá del resultado del proceso concursal.

El comportamiento de la cartera

Durante el tercer trimestre de 2025, la rentabilidad del compartimento CINVEST / NOGAL CAPITAL fue del +4,8%, +19,7% durante 2025, y +35% desde el inicio en octubre de 2021, después de comisiones.

Siguiendo la norma en la industria, comparamos la rentabilidad de nuestro fondo con el índice de referencia MSCI Europe Net Total Return que fue del +3,5%, +12,4%, y +35,8% respectivamente; estos porcentajes no incluyen comisiones de gestión que varían entre 0,1 y 0,3% anual.

Las diez principales inversiones de Nogal Capital

- Diversified Energy (gas natural en EE. UU.) — 8,5 % del fondo

Diversified Energy continúa siendo una de nuestras mayores y más estables posiciones. Su modelo se basa en adquirir pozos maduros en EE. UU., optimizarlos y seguir explotándolos. La empresa además obtiene créditos fiscales por la generación de empleo en regiones deprimidas y los pozos vacíos, antes un pasivo, ahora son un activo porque permiten el almacenamiento de CO₂ contribuyendo a la transición energética.

Durante 2025, adquirió Maverick Natural Resources, dando entrada al fondo de private equity EIG Global Energy Partners que tiene más de 23.000 millones de dólares bajo gestión.

Estamos comprando las acciones a precios excepcionales y por ello espero conseguir retornos anuales próximos al 20% sobre los beneficios netos.

Es importante tener en cuenta que el gas natural es el combustible fósil con menos emisiones de CO2 que será clave para los centros de datos, la IA, y/o la calefacción en invierno. La localización puede ser un factor importante.

- BW Offshore (Noruega, plataformas FPSO) — 7,3 % del fondo

BW Offshore es una compañía noruega especializada en el diseño y operación de unidades flotantes de producción, almacenamiento y descarga (FPSO), para la industria del gas natural en alta mar.

En el tercer trimestre, la compañía alcanzó un hito clave con la entrada en operación del FPSO BW Opal, destinado al proyecto Barossa en la costa norte de Australia. Se trata de su activo más relevante y representa el inicio de una fase de monetización del contrato, que activa el 60 % del day rate desde el primer flujo de gas ("first gas"), garantizando ingresos recurrentes y predecibles para los próximos años.

BW Offshore cotiza a unas 15 veces EBIT con una rentabilidad estimada sobre beneficios del 24 %, reflejo de su estabilidad operativa y su apalancamiento moderado.

- Atalaya Mining (España, cobre) — 5,7 % del fondo

Atalaya Mining es una compañía minera que explota la histórica mina de Riotinto, en Huelva. El cobre es un activo crítico para la electrificación y Atalaya es uno de los pocos productores independientes de cobre en Europa, con una estructura de costes competitiva, sin apenas deuda y una fuerte generación de caja. La compañía ha anunciado un plan de expansión en Masa Valverde, autorizado por la Junta de Andalucía.

La empresa ha triplicado el FCF respecto a junio de 2024 y espera que la producción de cobre durante 2025 crezca un 16% respecto al año anterior. Sin tener en cuenta el crecimiento, la empresa obtiene una rentabilidad sobre el beneficio operativo del 9%.

- Saturn Oil & Gas (Canadá, petróleo y gas) — 4,7 % del fondo

Productor independiente de petróleo en Saskatchewan y Alberta. Durante el trimestre, la compañía redujo su deuda neta en 119 millones de USD, registró un flujo libre de caja récord y superó sus objetivos de producción. Espero obtener una rentabilidad anual próxima al 23 % sobre los beneficios netos.

- Cheniere Energy (EE. UU., exportación de LNG) — 4,5 % del fondo

Cheniere Energy es el principal exportador de gas natural licuado (LNG) de EE. UU., con terminales en la costa del Golfo y contratos a largo plazo con clientes de primer nivel. El contexto estructural sigue siendo muy favorable: Europa ha decidido sustituir progresivamente el gas ruso por LNG estadounidense, reforzando la posición de empresas como Cheniere como proveedor energético estratégico del continente.

Los contratos firmados a largo plazo, junto con la fuerte diferencia de precio entre el LNG en origen (EE. UU.) y en destino (Europa), nos permiten estimar unos beneficios futuros consistentes, por los que esperamos rentabilidades anuales de hasta el 28 % en los escenarios más favorables.

- Tullow Oil (Reino Unido, petróleo en África Occidental) — 4,5 % del fondo

Tullow Oil es un productor independiente de petróleo con activos principalmente en Ghana. Tras varios años complejos, la compañía está centrada en estabilizar la producción, reducir deuda y maximizar el flujo de caja.

En 2025 ha avanzado en su estrategia de desapalancamiento con la venta de sus activos en Gabón por 307 millones de USD y la desinversión total en Kenia, que ha supuesto la salida definitiva del país. Ambas operaciones refuerzan el balance y le permiten concentrarse en activos core.

La acción cotiza con un descuento muy severo frente a sus reservas y ofrece una rentabilidad que estimo del 14 % sobre beneficios netos que podría ser muy superior si los escenarios de transición energética no se materializan tal como están planteados actualmente.

- CoolCo (Noruega, transporte de GNL) — 4,3 % del fondo

Propietario de metaneros con contratos estables y visibilidad creciente. El principal accionista, empresa de Private Equity, ha realizado una oferta sobre el resto de las acciones que la junta ha recomendado aceptar. Aunque pienso que el valor de las acciones es muy superior al pagado, hemos decidido vender la posición materializando una rentabilidad del 38% en cuatro meses.

- Dynagas LNG (buques transporte LNG) — 3,9 % del fondo

Operador de seis buques metaneros clase ICE con contratos de largo plazo. Estabilidad en resultados y rentabilidad por dividendo. Sin noticias destacadas recientes. La rentabilidad por beneficios netos de los últimos 12 meses es del 19% anual.

- Plastiques du Val de Loire (Francia, componentes plásticos para automóvil) — 3,6 % del fondo

Fabricante francés de componentes, principalmente para automoción, con clientes como Renault y Stellantis. La empresa ha demostrado una notable resiliencia siendo capaz de mantener beneficios incluso en los años más difíciles compitiendo contra proveedores chinos.

El cambio de postura de la Unión Europea, que ha reconocido la distorsión provocada por las subvenciones chinas, ha impuesto aranceles a los vehículos eléctricos importados y beneficiará a la empresa. Este paso protege el libre mercado y la competencia justa, que son la base del crecimiento sostenible a largo plazo, donde todos los actores económicos se alinean y pactan libremente en igualdad de condiciones.

La compañía cotiza a múltiplos bajos y ofrece una rentabilidad por beneficios del 14 % anual.

- Semapa (Portugal, papel, renovables, cemento) — 3,6 % del fondo

Grupo industrial portugués con negocios en papel y pasta, cemento y gestión ambiental. Aunque en el último trimestre los ingresos operativos han caído un 25 %, principalmente por debilidad en el - segmento de celulosa, el buen comportamiento del cemento ha amortiguado el impacto y la generación de caja sigue siendo sólida.

A pesar de la menor demanda estructural de papel para oficina, el grupo ha sabido hacer crecer sus beneficios a largo plazo gracias al aumento sostenido en categorías como papel higiénico, cartón y embalaje. Lo más importante: integra toda la cadena de valor, desde la producción forestal hasta el producto final, lo que le permite mantener márgenes estables y un control total de costes y calidad.

Estimo la rentabilidad anual del 9,5% sobre beneficios netos normalizados.

¿Qué espero en el futuro?

Nos encontramos en un momento delicado con algunas acciones tecnológicas con signos de sobrevaloración y los principales índices concentrados en exceso mientras una parte importante de los inversores lo ignoran por desconocimiento. Muchos de ellos también han ignorado el riesgo de invertir en una divisa distinta a la tuya como ocurrió con las hipotecas en yenes. El auge de la

gestión pasiva significa directamente que estos inversores no analizan las inversiones y simplemente siguen a la masa.

Nosotros tenemos una cartera diversificada y concentrada en treinta buenas empresas que responden a las necesidades de sus clientes y ganan dinero. Sin duda algunas experimentarán dificultades antes o después, la vida y los negocios son así, pero las he analizado a conciencia y seleccionado cada una de ellas entre todo el universo de empresas cotizadas. Hay muchas formas de invertir en el mundo, esta es la nuestra.

Recibid un cordial saludo,



Rodrigo Cobos, CFA