



# Nogal Capital

*«El tiempo, querido amigo, el tiempo trae la ocasión; la ocasión es la martingala del hombre; cuanto más empeñado está uno, más se gana si se sabe esperar.»*

— Alejandro Dumas, *Los Tres Mosqueteros*

En Madrid, a 21 de enero de 2026

Estimado coinversor,

Cerramos un buen 2025. No por el 21,5% de rentabilidad que hemos obtenido, que también, sino por algo que va mucho más allá de que nuestras empresas sigan ganando dinero como esperábamos. Hablamos del valor que estas compañías han aportado a la sociedad en un año marcado por la incertidumbre geopolítica y la volatilidad de los mercados financieros, y el impacto positivo que ello ha tenido en nuestros ahorros. Nosotros nos enorgullecemos de hacer lo mismo: aportar valor ayudando a invertir a más de 150 partícipes con la disciplina y el rigor que son necesarios para hacer crecer nuestros ahorros a largo plazo aprovechando las oportunidades como las del año pasado.

Como sabéis, Nogal Capital es un fondo de inversión de autor, y esto quiere decir que su rendimiento está fuertemente vinculado a mis ideas y mis decisiones de inversión. Mi compromiso ha sido y será en todo momento haceros partícipes de ello y que entendáis donde está invertido nuestro dinero. Para ello escribo cartas con un doble cometido: que seáis conscientes de nuestras inversiones, y por otro, ser totalmente transparente y coherente dejando trazabilidad de mis decisiones.

Además de publicar las cartas en nuestra web, este año también hemos compartido con [Capital Radio](#), [Expansión](#) y [Citywire](#) nuestra filosofía de inversión, el Value Investing, cómo entendemos la inversión a largo plazo y dónde estamos invertidos. Sin duda, es un honor que medios de primer nivel en el entorno financiero como estos destaquen nuestro trabajo y lo compartan con el resto de españoles.

Durante este año, además, nos hemos registrado en la CNMV como Empresa de Asesoramiento Financiero Nacional (EAFN). Este hecho supone un paso adicional en nuestro compromiso con las máximas exigencias regulatorias y con ofreceros las mayores garantías posibles. Se trata de una evolución natural que refuerza nuestra estructura legal en especial con aquellos inversores que nos conocen desde hace menos tiempo.

Pero para mí, lo más importante es que tenemos una cartera diversificada de buenas empresas a precios excepcionales que cotizan a una rentabilidad por beneficios anuales del 17%. Son empresas

que he analizado, que monitorizo y de las que sigo aprendiendo para asegurarnos que años volátiles como el 2025 consigamos convertir un riesgo como la volatilidad en una oportunidad para comprar barato y vender caro.

## Contexto general

Mientras que una parte de la industria sostiene que los mercados son eficientes y que no tiene sentido dedicar tiempo a leer y analizar—puesto que los precios ya recogen toda la información disponible—, otros, quizá simplemente porque disfrutamos aprendiendo, seguimos a la caza de ineficiencias, imprecisiones o posibles errores de valoración que nos permita invertir mejor que el resto.

Legendo “De cero a uno: consejos para startups o cómo inventar el futuro” de Peter Thiel, cofundador de Paypal y Palantir, además de uno de los primeros inversores de Facebook, encuentro en el primer capítulo una lección de primero de microeconomía:

*“Las empresas existen para ganar dinero, no para perderlo. Esto debería ser una cuestión evidente para cualquier persona que piense. Sin embargo, no fue algo tan obvio para muchos a finales de la década de 1990”.*

Veinticinco años más tarde, las nuevas generaciones de inversores se dejan llevar por el entusiasmo que caracteriza a su edad, y menos mal que así lo hacen. Mientras tanto, los que deberían ser inversores experimentados no tienen la experiencia necesaria por haber desarrollado su carrera profesional la Gran Crisis Financiera. Y las generaciones que sufrieron la crisis punto com y podrían aportar la voz de la experiencia, están de retirada disfrutando de los nietos.

Pero por suerte, hoy tenemos acceso a más información y conocimiento que nunca. Este año he leído sobre varios temas y me gustaría compartir algunas reflexiones:

La Inteligencia Artificial es, sin duda, uno de los temas más candentes del momento. A lo largo del año he leído varios libros sobre la materia, entre ellos *Nexus* de Yuval Noah Harari, *The Coming Wave (del fundado de Deepmind)*, y *The Technological Republic* (del fundador de Palantir). Aunque cada libro habla sobre la IA desde una perspectiva distinta, pero todas afirman que el potencial de la IA es evidente: traducción simultánea que elimina barreras lingüísticas, programación, automatización de tareas, análisis de datos, mejora del diagnóstico médico.... La tecnología es buena y mejora los procesos productivos. Además, muchas de estas empresas tienen efectos de red, economías de escala y una marca. Estas son las características que Peter Thiel señala que tiene un monopolio con potencial para perdurar en el tiempo y devolver retornos extraordinarios a sus accionistas.

Viendo los retornos que el modelo del Edowment de Yale y Peter Thiel han conseguido en las últimas décadas, no es de extrañar que hayan surgido multitud de fondos de inversión tratando de replicar la estrategia y buscando este tipo de empresas monopolísticas. Pero en mi opinión, solo un grupo muy selecto de inversores muy experimentados, son capaces de encontrar este tipo de empresas. De

hecho, los estudios de Fama y French muestran que la estrategia más rentable para la mayoría de nosotros ha sido (casi) siempre invertir en buenos negocios a precios excepcionales, como hizo Warren Buffett en su primera etapa.

Por otra parte, los fondos de Capital Riesgo adolecen de varios problemas: el primero es sobreestimar la capacidad del gestor para identificar este tipo de monopolios sin tener en cuenta el poder de la competencia. Hemos visto en el pasado demasiadas veces como el líder indiscutible (monopolista) desaparecía (Kodak, Nokia, IBM, Yahoo). Tampoco hay que ser tan drástico, algunos segundos, a pesar de la distancia, también alcanzaron y pasaron al líder como AMD con Intel o Nike con Adidas. Identificar un monopolio vale mucho, pero la rentabilidad de la inversión depende del precio que paguemos.

El segundo problema del capital riesgo es la falta de transparencia ya que no publican abiertamente información sobre sus resultados y a menudo se incurre en el sesgo de supervivencia al ignorar en los estudios todos los fondos que han fracasado y cuya información se ha eliminado. Esto dificulta enormemente el análisis de los resultados conseguidos y convierte este tipo de inversiones más en una prueba de fe que en un proceso racional.

También debemos tener en cuenta el peso de las empresas de IA los principales índices bursátiles. Depende del estudio, pero la gestión pasiva y la inversión indexada puede suponer hasta el 50% de las inversiones financieras actuales. Esto no debería suponer un problema excepto por el hecho de que los estudios sobre rentabilidades históricas se hicieron con datos en los que la gestión pasiva o no existía o era insignificante. Pero lo más importante es que la gestión pasiva se apoya en su mantra "invierte diversificando a largo plazo y no mires en qué". En mi opinión nos estamos saltando tres normas fundamentales: rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras; no mirar lo que estamos comprando; y especialmente que no se está diversificando como se supone que se está haciendo ya que las tecnológicas llamadas los 7 Magníficos pesan el 35% en el S&P500.

Lo más complicado de este punto es que estas empresas comparten una característica que el propio Thiel considera fundamental: los CEOs de estas empresas están comprometidos en cuerpo y alma, algo que no está dispuesto a hacer la mayoría de las personas que simplemente esperan que algo funcione porque sí. Son empresas excepcionales sin duda, pero los precios podrían estar distorsionados por factores exógenos.

Otra distorsión a tener en cuenta que afecta en particular a las tecnológicas son los bajos tipos de interés derivados de los rescates tras la Gran Crisis Financiera de 2008. La bajada de los tipos de interés provoca que el riesgo financiero al montar una empresa sea menor porque evidentemente los intereses que pagamos son menores. Por ello, los empresarios crean empresas como las tecnológicas que puedan no ser rentables hasta pasados 10 o 15 años. El problema es que, si la financiación se frena antes de empezar a ganar dinero, aumenta el coste financiero repentinamente

y la empresa podría quebrar. De hecho, [Anti Ilmanen estudia el retorno de los fondos de capital riesgo](#) y señala que podría estar inflados por tipos de interés “artificialmente” bajos. Bajar los tipos de interés implica imprimir dinero, y esta es una baza que se puede jugar muy puntualmente porque el riesgo es terminar como Venezuela o Argentina, o Alemania en los ‘20s entre otros. Imprimir dinero, devalúa el valor del dinero, por lo que aumenta el precio del resto de bienes, es decir, aparece la inflación. En ese momento los bancos centrales suelen subir los tipos de interés, y empresas como las tecnológicas podrían quebrar... es un juego muy peligroso.

Todos estos factores apuntan a un riesgo creciente de burbuja en torno a la IA y las empresas relacionadas como los centros de datos y los semiconductores. La ratio [CAPE de Shiller](#) está en niveles máximos. Existen dos posibles desenlaces: o los beneficios de las empresas del S&P 500, y especialmente los siete magníficos, crecen de forma muy significativa, o los precios de las acciones caen. Aunque existe el temor a movimientos generalizados de todas las acciones, las correlaciones no son estáticas. No todas las acciones son iguales, del mismo modo que no todas las empresas — ni todas las viviendas— se comportaron de la misma forma durante la crisis de 2008.

Conviene mencionar además algunos factores macroeconómicos de fondo. El elevado [endeudamiento público](#), que ya supera el 110% del PIB en muchos países, plantea dudas sobre la sostenibilidad del estado de bienestar, especialmente en lo relativo a las pensiones. En este contexto, Países Bajos ha decidido transitar desde un sistema de reparto colectivo hacia uno de cuentas individuales, en el que las prestaciones dependerán de las aportaciones y del riesgo asumido por cada ahorrador. A ello se suman déficits persistentes. El último informe económico del BCE espera que el déficit de la zona euro aumente hasta el [3,5% del PIB en 2027](#).

En paralelo, ha ganado protagonismo el debate sobre la “affordability”, es decir, la pérdida de capacidad de acceso a bienes básicos como la vivienda. Se trata de una cuestión compleja, que convive con una paradoja evidente: nunca antes habíamos tenido acceso a tanta tecnología, información y entretenimiento. Quizá el verdadero debate no sea tanto el nivel de vida absoluto, sino la desigualdad relativa y las expectativas que nosotros mismos generamos, y cómo las conseguimos.

Finalmente, en materia de energía y cambio climático, conviven visiones difícilmente conciliables. Una parte del mundo prioriza las emisiones de CO2 sobre los derechos humanos ya que las regiones de China productoras de placas solares y componentes han recibido acusaciones de esclavitud por parte de la ONU. Además, la seguridad energética está comprometida ya que hemos pasado de depender de la OPEC como suministrador a depender de China, que a pesar de los avances en temas económicos, sigue siendo en esencia comunista. Por último, queda por hacer en términos de equidad y accesibilidad ya que más de 700 millones de personas en África carecen aún de acceso a electricidad.

Todo apunta a que los combustibles fósiles, y en particular el gas natural, seguirán siendo necesarios durante más tiempo del que el discurso político reconoce. No es casualidad que la Agencia Internacional de la Energía haya ampliado recientemente su estimación del uso creciente de estos recursos hasta 2050.

Si todo lo anterior no fuesen suficientes razones, [The Economist](#) nos contaba el 16 de enero de 2026 que:

*“La energía es el cuello de botella más evidente: un auténtico atasco. Los proveedores de electricidad están desbordados por la demanda necesaria para alimentar los chips de inteligencia artificial en enormes centros de datos. ERCOT, el operador de la red eléctrica de Texas, ha recibido solicitudes de más de 226 gigavatios (GW) de potencia para 2030, casi 100 veces más de lo que aprobó en 2022. El presidente Donald Trump se ha sumado al coro de estadounidenses preocupados porque la demanda insaciable de energía de los proyectos de IA hará que suban los precios de la electricidad.”*

En cualquier caso y con independencia de todo lo anterior, soy un inversor generalista, que analiza empresas y que ha terminado con estas conclusiones y el 31% de la cartera invertida en empresas relacionadas con la energía después de entender que son buenos negocios. En mi opinión, esta es la clave: en invertir en buenos negocios a precios excepcionales. Nuestras tesis pueden ser más o menos acertadas, pero el margen de seguridad y la diversificación nos permitirá contener las pérdidas y conseguir beneficios extraordinarios con los aciertos, incluso en entornos de incertidumbre.

## El comportamiento de la cartera

Durante el 2025, la rentabilidad del compartimento CINVEST / NOGAL CAPITAL FI fue del 21,6% y 37,1% desde el inicio en octubre de 2021. En los mismos periodos, el índice de referencia MSCI Europe Net Total Return obtuvo una rentabilidad del 19,4% y 44,2%.

## Las 10 principales inversiones de Nogal Capital

Presentamos las principales inversiones de CINVEST / NOGAL CAPITAL FI, la evolución de los negocios durante el año y las operaciones que hemos hecho. Estas diez posiciones representan el 53% del patrimonio.

- BW Offshore Limited      7.5% del patrimonio a 31/12/2024

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 2025 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, con un contrato a 15 años (+10) por valor de 2.7 BUSD de flujos de caja operativos.

La empresa declara en su última presentación que el EBIT en 2026 podría estar sobre los 260 MUSD, que frente al Enterprise Value de 587 MUSD implica una rentabilidad cercana al 50%. Por otra parte, somos más conservadores en nuestro cálculo y la rentabilidad por beneficios normalizados la estimamos en el 24 %, soportado con contratos a largo plazo, y activos y conocimientos únicos.

Las primeras acciones las compramos en 2022, cuando BW Opal era solamente un proyecto pero entendiendo que la empresa ganaba dinero explotando sus plataformas FPSO y obtenía ingresos extraordinarios con ventas puntuales. Y sobre todo, cotizaba con un margen de seguridad suficiente. Hemos tenido que esperar tres años para ver que el precio suba un 50% y conseguir revalorizar nuestro patrimonio el 3%. No obstante, he actualizado la valoración y pienso que la calidad de los activos, de la gestión y los contratos a largo plazo siguen ofreciendo un margen de seguridad y/o potencial de revalorización excepcional.

- Diversified Energy Company PLC 7.5%

La empresa explota pozos de gas natural de esquisto en EE.UU. Los pozos vacíos que antes suponían un pasivo, se pueden utilizar para almacenar el CO2 de aquellas industrias sin posibilidad de reducir las emisiones (CCS). Además, la empresa es el productor más eficiente lo que le permite ganar dinero con pozos que otras compañías energéticas no encuentran rentables. DEC ingresa dinero vendiendo el gas natural y tiene cubierta entre el 70 y el 80% de la producción de los próximos tres años.

El sector del gas natural, y en particular el esquisto, empieza a recuperarse tras la crisis a principios de la pasada década y el auge de las energías renovables cuya dependencia pone en compromiso la seguridad energética como hemos visto en apagones generalizados durante los últimos años.

Además, el último informe de la IAE estima que la demanda de combustibles fósiles seguirá creciendo hasta 2050 frente a la estimación inicial de 2035 por lo que mejoran las perspectivas del negocio. Y por otra parte, la UE ha levantado la restricción de motores de explosión a partir de 2035 y establece objetivos de reducción de emisiones, siendo el gas natural una opción viable económicamente y menos contaminante.

El gas natural es el combustible fósil con menos emisiones de CO2 por ello se considera fundamental en todos los planes de transición energética. Por ello y todo lo anterior, pienso que la rentabilidad del FCF del 17% anual es sostenible y mejorable a largo plazo.

- Contango Ore Inc 6.9%

Contango tiene minas de oro en Alaska cuyos estudios geológicos se realizaron sobre un precio de \$1.400oz frente a los actuales \$4.500oz. Por ello, las reservas actuales tienen un valor superior, y el mineral descartado por no ser económicamente viable, a estos nuevos precios podría serlo.

El oro actúa como activo refugio ante incertidumbre geopolítica e inflación, y tiene múltiples usos industriales y tecnológicos. Dado el crecimiento estable de la oferta de oro, en caso de aumentar la demanda, como ya ha sucedido, el precio del oro podría seguir subiendo. La rentabilidad por FCF de los últimos doce meses es del 16%.

- Renault SA 6.4%

El fabricante de automóviles galo lleva años ganando cuota de mercado a través de su marca low-cost Dacia con la que consigue márgenes operativos similares a las marcas de alta gama como BMW o Mercedes. Además, la empresa ha comenzado a deshacer la inversión en Nissan mejorando la estructura financiera, aunque a corto plazo los resultados se verán perjudicados por el reconocimiento de las pérdidas de esta JV.

El sector del automóvil europeo enfrenta la amenaza de los competidores chinos. Sin embargo, la UE es consciente de las prácticas anticompetitivas del gobierno chino por lo que ha impuesto severos aranceles a estos fabricantes. Por otra parte, la nueva posición de la UE respecto a los motores de combustión más alineados con el comportamiento de los consumidores que siguen demandando estos motores, supondrá un alivio para los fabricantes europeos.

La rentabilidad por FCF de los últimos doce meses es del 24%. Esta rentabilidad no se vería afectada por la desinversión en Nissan.

- Atalaya Mining Copper S.A. (ATYM-GB) 4.6%

La minera de cobre española tiene reservas de una materia prima fundamental para la electricidad y la tecnología. Por ello, el cobre está considerado material estratégico por la UE y EE.UU. A pesar de ello, la IAE en el Global Critical Minerals Outlook 2024 señala que solo el 70% de la demanda de cobre proyectada para 2035 está cubierta con los planes actuales. Por otro lado, una mina de cobre puede tardar en desarrollarse hasta 20 años.

Además, en 2024 la Xunta de Galicia otorgó el estatus de proyecto estratégico a la mina de Touro con lo que se espera agilizar los trámites y la explotación de la mina.

Los resultados de 2025 son buenos: la producción ha crecido un 10%; el precio del cobre realizado ha subido un 25%; la empresa sigue sin deuda; y en 2026 se espera que la producción crezca otro 10%.

Empezamos a invertir en Atalaya el pasado marzo sobre los 3GBP y actualmente la acción cotiza a 9GBP. Esto ha incrementado nuestro patrimonio en el 3%. Lo más importante es que espero obtener una rentabilidad anual sobre los beneficios entre el 10 y el 20%.

- Bumble Inc 4.1%

Este año hemos invertido en la app de citas fundada por la exTinder Whitney Wolfe. El mercado de las apps de citas se reparte entre Tinder y Bumble, y ambas se reparten prácticamente todo el mercado porque cuantos más usuarios la utilizan, mejor es la app, es decir, se retroalimenta (efecto red). No solo eso, la app responde a una necesidad básica del ser humano según la pirámide de Maslow: la afiliación.

Blackstone era consciente del potencial del negocio y de su crecimiento y decidió invertir en ella para posteriormente sacarla a bolsa en 2021 aprovechando el buen momento del sector. Desde entonces, el mismo Blackstone vendió su participación totalmente mientras el precio de la acción caía desde los \$70 hasta \$4.

Hoy en 2025 encontramos un negocio maduro y rentable, con beneficio operativos superiores a 250 millones frente a las pérdidas de 2020 y 2021. La fundadora vuelve a asumir el cargo de CEO y compra acciones. Espero una rentabilidad anual FCF superior al 20%.

- Dynagas LNG Partners LP 4.1%

La empresa tiene y opera seis de los treinta y tres buques para el transporte de gas natural por las rutas del ártico que existen. La baja deuda y los contratos a largo plazo (5-15 años) proporcionan buena visibilidad sobre los beneficios futuros. Según los últimos datos, la empresa debería conseguir una rentabilidad por beneficios anuales (Earnings Yield) próxima al 20%.

- Cheniere Energy, Inc. 4.1%

Cheniere tiene las principales plantas licuefactoras de gas natural en la costa del golfo de EE.UU. y avanza con seis meses de adelanto en la expansión de la capacidad para poder beneficiarse del arbitraje entre el gas natural estadounidense y europeo que es cuatro veces más caro. La empresa firma contratos a largo plazo (16 años) con cláusulas tipo Pay-or-take con las principales energéticas de todo el mundo (Total, Naturgy...) cuyos precios están vinculados a la evolución del Henry Hub (gas natural en EE.UU.).

Los ingresos de la empresa han aumentado un 19% aunque el beneficio operativo (EBIT) solo aumenta el 3%. La empresa está ampliando capacidad exportadora y espero que la rentabilidad anual por beneficios supere el 10% según se vayan terminando las construcciones.



- Saturn Oil & Gas Inc. 4.1%

Empresa canadiense que extrae petróleo (upstream) y gana dinero recurrentemente. La IAE ha revisado las estimaciones de consumo de combustibles fósiles y ha prolongado el crecimiento de la demanda hasta 2050 (previamente 2035). Si la empresa mantiene el negocio como hasta ahora, debería conseguir una rentabilidad por beneficios anuales entre el 14 y el 21%.

- Tullow Oil plc 3.8%

Tullow Oil es una compañía petrolera de upstream, centrada en exploración y producción, cuyo principal activo se localiza en Ghana, un país que, según el CIA World Factbook, es considerado una de las democracias más estables de África, con un entorno institucional relativamente sólido para el desarrollo de proyectos de largo plazo.

Tullow Oil ha sido, sin duda, la principal detracción de rentabilidad del fondo en 2025, con un impacto negativo aproximado del 4,8 % del patrimonio. Precisamente por ello, considero necesario explicar con mayor detalle tanto el origen de la inversión como el estado actual de la tesis.

La inversión en Tullow se realizó buscando reservas de petróleo probadas por debajo del resto del mercado. Evidentemente se trataba de una empresa con problemas financieros y que arrastraba una caída muy significativa del precio de la acción, desde niveles cercanos a 10 GBP en 2013 hasta el entorno de 0,07 GBP. Ello reflejaba años de mala asignación de capital, endeudamiento excesivo y decepciones operativas. Nuestro precio medio de compra se sitúa en torno a 0,14 GBP, ya en niveles que descontaban un escenario extremadamente adverso. En ese momento, el mercado asumía implícitamente un deterioro casi permanente del negocio, a pesar de que la compañía seguía contando con activos productivos relevantes, potencial de generación de caja y una hoja de ruta clara orientada a la reducción de deuda.

La tesis de inversión nunca ha sido una apuesta por crecimiento ni por precios excepcionalmente altos del crudo, sino una inversión de recuperación (turnaround): estabilización operativa, generación de caja y utilización de esa caja para reparar el balance. En este tipo de situaciones, el precio de la acción suele reaccionar de forma desproporcionada tanto ante avances como ante retrasos. En 2025, la debilidad del precio del crudo y una estructura financiera aún frágil han pesado más que los progresos operativos, penalizando nuevamente la cotización.

Por otra parte, encuentro en la empresa una solución evidente al desarrollo económico de la región y a una fuente potencial de electricidad para los 700 millones de africanos que todavía no tienen acceso.

No obstante, debo reconocer un error en el tamaño de la posición. La compra de un número excesivo de acciones llevó a que Tullow llegara a representar cerca del 5 % de la cartera. Con la perspectiva que da el tiempo, considero que este tipo de inversión, aun con un elevado potencial de revalorización,

debería tener un peso más contenido, en el entorno del 3 %-4 %, dado que el riesgo sigue siendo significativo.

### Otras operaciones significativas durante 2025

Durante 2025, las mayores compras netas se realizaron en Contago Ore (6,71 % del patrimonio), Tullow Oil (6,43 %), Bumble (6,16 %), Renault (5,07 %) y Diversified Energy (4,58 %).

En paralelo, se llevaron a cabo ventas relevantes con el objetivo de materializar valor o ajustar el peso relativo de determinadas posiciones. Las mayores ventas netas correspondieron a Thyssenkrupp (3,25 % del patrimonio), ArcelorMittal (1,99 %), Fresnillo (1,52 %), RTL Group (1,16 %) y Eutelsat Communications (1,10 %).

En términos de contribución a la rentabilidad, los principales aciertos del año fueron Thyssenkrupp (+4,2 %), BW Offshore (+3,2 %), Atalaya Mining (+3,0 %), Eutelsat Communications (+1,9 %) y Schaeffler (+1,7 %).

Por el contrario, las mayores detracciones de rentabilidad provinieron de Tullow Oil (-4,8 %), Bumble (-2,0 %), Urbas Grupo Financiero (-1,6 %), Cheniere Energy (-1,0 %) y Dynagas LNG Partners (-0,9 %).

Vamos a comentar en mayor detalle aquellas inversiones que han tenido un mayor impacto en nuestro patrimonio. Primero las que restan, después las que suman. De Tullow Oil, Cheniere y Dynagas hemos hablado en la sección anterior.

Urbas Grupo Financiero, una inversión de carácter especial y elevado riesgo. Tal y como se explicó a lo largo del año, la tesis se basa en una diferencia significativa entre el precio de mercado y el valor contable de los activos, junto con la expectativa de que un refuerzo de la gobernanza y una reestructuración ordenada permitieran estabilizar la compañía. En este sentido, durante el ejercicio se produjeron avances como el refuerzo del Consejo de Administración y medidas orientadas a mejorar la estructura financiera, si bien no fueron suficientes hasta el momento.

Ante la negativa del auditor a firmar las cuentas, la CNMV decidió suspender la cotización y el departamento de riesgos de la gestora provisionar totalmente la inversión. No obstante, la empresa ha explicado las dudas respecto al comportamiento del auditor que podría haber asumido un encargo superior a sus capacidades. En la junta extraordinaria celebrada en diciembre se aprobó la emisión de hasta 200 millones de euros en deuda convertible. Asimismo, se incorporaron dos nuevos consejeros y se produjo el cese del consejero delegado, Juan Antonio Acedo, medidas que confío en que contribuyan a desbloquear la situación actual.

Hasta la fecha, la empresa no ha provisionado los activos por lo que considero que el descuento del 75% sobre el valor contable de los activos inmobiliarios proporciona margen de seguridad suficiente para una inversión que nunca ha superado el 2% del patrimonio.

Thyssenkrupp, antiguo holding que incluía el negocio de ascensores cuenta principalmente con tres divisiones que atraviesan situaciones delicadas: el negocio de acero, afectado por la competencia china; los componentes para automoción, también presionados por fabricantes chinos; y los submarinos diésel, impactados por un menor gasto en defensa en años previos.

Adicionalmente, la compañía acumulaba varios ejercicios con resultados decepcionantes, lo que llevó a que la acción cotizara con un margen de seguridad muy elevado. No obstante, en 2023 se incorporó un nuevo CEO. Referencias de personas que habían trabajado previamente bajo su dirección lo describían como un gran gestor, lo que reforzó nuestra tesis de inversión en una situación de *turnaround*, basada en la puesta en valor de los activos del grupo.

Posteriormente, con el apoyo indirecto de los gobiernos —a través de la imposición de aranceles frente al *dumping* chino— y ante la creciente necesidad de aumentar el gasto en defensa, la cotización se revalorizó significativamente, pasando de aproximadamente 3 euros a 10 euros por acción. Aprovechamos este movimiento para materializar los beneficios consiguiendo beneficios del 4,2% de nuestro patrimonio.

Eutelsat es otra inversión que merece ser explicada justamente por ser el segundo jugador en un mercado que aparentemente está dominado por el monopolista Starlink. La operadora de satélites GEO y MEO, ha adquirido recientemente Oneweb, operador de la órbita LEO compitiendo con los satélites de Elon Musk. Brevemente, LEO son los satélites que vemos por las noches por orbitar muy cerca y ser muy abundantes; MEO y GEO orbitan mucho más lejos, tienen mayor cobertura por lo que se cubre la tierra con menos satélites, pero por contra tiene más latencia y la conexión es más lenta. Debemos entender que las órbitas GEO y MEO presentan algunas ventajas y a determinado precio y circunstancias pueden ser sustitutivos de los LEO. Pero lo relevante en esta inversión es que el CEO Elon Musk, fuertemente politizado presenta una amenaza para la seguridad europea. Por ello, los gobiernos no han tardado en reforzar su posición en Eutelsat. Es decir, encontrábamos un negocio monopolista sobrevalorado, o dicho de otro modo, un segundón que tenía una ventaja evidente que el mercado ignoraba: ser el segundo, la alternativa. Entender esta dinámica y establecer un valor normal para esta empresa nos ha permitido comprar las acciones más baratas por debajo de 2€ y vender las más caras cerca de 8€. El resultado es que hemos sumado a nuestro patrimonio el 1,9% durante 2025.

### ¿Qué espero en el futuro?

La situación actual es compleja: Trump captura a Maduro mientras amenaza a Europa con aranceles si no consigue comprar Groenlandia; la UE sigue comprando gas natural a Rusia mientras esta persiste en su intento de conquistar Ucrania; los problemas que causaron el apagón en España siguen sin solucionarse; los gobiernos cada vez más endeudados y los planes de pensiones en riesgo.

Pero no todo son malas noticias. A grandes problemas, grandes soluciones. La IA, a pesar de la aparente sobrevaloración de las empresas que la desarrollan, va a mejorar la productividad y el crecimiento económico. Las burbujas, a pesar de los peligrosas que son para los accionistas, puede ser beneficiosas para la economía y la sociedad. Algunos autores sugieren que los desarrollos que se alcanzan durante estas fiebres y obsesiones son difícilmente igualables.

En cualquier caso, yo seguiré invirtiendo por nosotros como hasta ahora: con paciencia, trabajo, disciplina, y humildad.

Recibid un cordial saludo,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Rodrigo Cobos', with a stylized, cursive script.

Rodrigo Cobos, CFA