



# Nogal Capital

En Alcobendas, a 6 de abril de 2026

*"If you want a new idea, read an old book"*

Ivan Pavlov

Estimado coinversor,

Nogal Capital es un fondo de autor que invierte nuestros ahorros siguiendo los principios del value investing y diversificando en treinta empresas: compramos buenos negocios a precios excepcionales y esperamos.

La idea del fondo de autor es algo a lo que no estamos acostumbrados. El sector está dominado por grandes bancos comerciales que dictan la estrategia del producto y la temática en función de la demanda de los ahorradores. Nosotros trabajamos de una forma radicalmente distinta, siguiendo el ejemplo de Warren Buffett. Nos centramos en la rentabilidad de nuestros ahorros y tomamos las decisiones de forma independiente, ajenos al ruido mediático y sin dejarnos influir por presiones externas. Nuestra filosofía es la de un guía de montaña, máximo responsable de una expedición, cuyo objetivo es alcanzar la cima pero siendo siempre fiel a una máxima: que todos puedan volver a casa porque, pase lo que pase, la cima estará ahí para otro día.

Esta independencia nos ha llevado a diversificar en buenos negocios fuera de los principales índices, algunos de ellos relacionados con la energía. Nosotros comprendemos la diversificación desde su raíz y esencia, es decir, invertimos en distintos negocios, no solo en distintas compañías. Conozco bien nuestras empresas y soy consciente de que, aunque muchas cotizan en Europa, prestan varios servicios y productos, que venden por las distintas geografías y en múltiples divisas.

Cerramos 2025 pensando que 2026 sería un año tranquilo, siendo la IA, las criptomonedas, la salida a bolsa de SpaceX, o incluso la boda de Taylor Swift señalados como potenciales cisnes negros. Pero Trump ha tomado el protagonismo en el estrecho de Órmuz provocando la caída generalizada de las bolsas. Nosotros lo hemos vivido así:

- Nuestra independencia nos ha llevado a invertir en empresas relacionadas con la **energía** desde 2015, porque hemos ido encontrando buenos negocios que podía comprar con un amplio margen de seguridad. No sé más que el resto, pero tampoco tengo miedo a tomar decisiones, y hacerme responsable de las mismas, incluso en contra del consenso. Actualmente, el 37% de nuestros ahorros están invertidos en negocios que cubren toda la cadena de valor de la energía, desde el *upstream* hasta el *downstream*.

- Seguimos invirtiendo en una **cartera diversificada** en treinta empresas: energía, automoción, materiales básicos, industriales, app de citas, mineras de oro y cobre... Aunque empezamos centrados en empresas europeas, también hemos encontrado buenas empresas en otras regiones de la OCDE. Las inversiones en EUR suponen el 49%, en USD el 20%, y GBP el 17% principalmente.
- La rentabilidad por beneficios de nuestra cartera es del 16,84%, es decir, por cada 100€ que invertimos, nuestras empresas han obtenido un beneficio neto de 16,84€ el año pasado. Ello, aunque no directamente, se traduce en que la **rentabilidad** de Cinvest Nogal Capital FI durante el primer trimestre del 2026 ha sido del 11,15%.
- Mantenemos las **5\* Morningstar** y elEconomista nos reconoce como uno de los [cuatro fondos inmunes a la crisis](#). También terminamos como #1 entre los 542 seleccionados para la [Liga Europea](#) del mismo diario económico.

Debemos tomar los resultados actuales con escepticismo. No debemos asustarnos cuando vemos caer el valor liquidativo de nuestra inversión, y no debemos dejarnos llevar por la emoción de los beneficios actuales. Los resultados son fruto del trabajo que empecé hace ya diez años y de la experiencia de los ya más de diecisiete años tomando decisiones de inversión. Los rendimientos futuros serán la consecuencia de la acumulación del trabajo realizado hasta la fecha más el análisis y lecturas que sigo llevando a cabo.

Gracias a todos por la confianza que habéis depositado en mí y sumaros a esta forma de invertir en la que el rigor, la coherencia y la visión a largo plazo gobiernan nuestras decisiones.

## El contexto actual

La situación actual requiere hablar de la energía por dos razones: se ha producido un shock en la oferta que podría ser más permanente de lo que se imaginaba; y la exposición de nuestras inversiones a esta alteración, aunque positiva, es elevada.

Antes de nada, quiero recalcar que hemos llegado a nuestra cartera de empresas siguiendo un enfoque *bottom-up*, es decir, analizando las empresas para después comprender el entorno macro. Este hecho es fundamental para no cometer el error de pensar que podemos prever/pronosticar el futuro macroeconómico porque no conozco a nadie que invierta su dinero y sea capaz de hacerlo recurrentemente en el tiempo. Sin embargo, sí que encontramos inversores y académicos que sustentan las ideas del value investing: invertir en buenas empresas y comprarlas a precios excepcionales.

Volviendo a la energía, la clave del asunto gira en torno al estrecho de Órmuz. Este estrecho, que tiene 40km de ancho entre las orillas de Irán y E.A.U., tiene un canal por el que transcurre la navegación de apenas 3km de ancho que es el principal punto de salida para el 20% del petróleo y LNG global. No es nuevo que los estrechos son estratégicos como lo es Gibraltar de modo que

depender de un paso para vender tu producción es un riesgo. Y si para una empresa es un riesgo, no correrlo es una ventaja para otra.

A pesar de este riesgo y de la inestabilidad geopolítica de la región, la extracción de petróleo y gas natural tiene costes de extracción inferiores al resto del mundo y el grado del crudo es medio. Este grado medio permite mayor flexibilidad a la hora de refinarlo en los distintos productos (diesel, gasolina, queroseno...) en función del que mayor precio tenga.

Actualmente, el estrecho está bloqueado bajo la amenaza de Irán y apenas han pasado doscientos buques en todo marzo frente a los más de cuatro mil que transitan en condiciones normales.

El gran problema radica en que este bloqueo junto con la destrucción de ciertas infraestructuras puede provocar que no se reestablezca la oferta preconflicto hasta dentro de varios meses. El ministro de energía qatarí Saad al-Kaabi declaró para FT que incluso si la guerra se terminase inmediatamente (6 de marzo) se tardaría semanas incluso meses en recuperar la producción. Además, señaló que el precio del crudo podría irse a \$150 el barril. Más allá, Olivier Blanchard, economista del FMI y autor del manual de Macroeconomía que utilicé en cuando estudiaba económicas, señaló el 12 de marzo que no hay razones para pensar que Irán terminará con el bloqueo y que el barril podría llegar hasta los \$200.

The Economist dice en un artículo del 29 de marzo que "Irán ahora gana cada día casi el doble por la venta de petróleo que antes de que comenzaran a caer las bombas estadounidenses e israelíes el 28 de febrero."

También me parecen significativas las declaraciones de Trump del 31 de marzo "Tengo una sugerencia para ustedes: primero, compren a Estados Unidos, tenemos de sobra; y segundo, ármense de valor —aunque sea con retraso—, vayan al estrecho y simplemente TÓMENLO."

Debemos tener en cuenta que el conflicto podría seguir escalando mientras se reduce la oferta de crudo y gas natural. Existe el riesgo de que instalaciones clave como South Pars o Kharg sufran ataques, lo que podría interrumpir el suministro y tensionar aún más la oferta global de energía. Sin olvidar que Ucrania ha destruido el 40% de la capacidad exportadora de Rusia.

La situación es complicada y no sé cuál es el *End game*. Intuyo que el conflicto puede durar más de lo que nos gustaría, pero realmente no lo sé. Creo que, de algún modo, el concepto *friendshoring* también se aplicará a la energía y priorizaremos aquellos proveedores de energía más fiables y cercanos.

Todo ello se sumaría al potencial déficit del 29% ([resumen del Global Gas Report 2024](#)) que podría experimentar el gas natural en 2030 como os contamos en la [carta anual de 2024](#).

En mi opinión, los combustibles fósiles presentan una flexibilidad de la que no podemos o mejor dicho, yo no quiero prescindir. A la hora de invertir debo ser honesto conmigo mismo y ser consciente de

que mi coche es de gasolina y mi casa se calienta con gas natural. Reciclo, recojo basura cuando voy a la montaña, controlo la velocidad al viajar en coche, pero el mechero que llevo para las emergencias es de gas, y el abrigo impermeable Gore-Tex está hecho de petróleo. No se trata de ser totalmente coherente, eso es imposible. Se trata de ser un poco más coherentes cada día y dejar un mundo mejor que cuando llegamos a él.

## 250 años de 'La riqueza de las naciones'

Este año se cumplen 250 años desde que Adam Smith publicase 'La riqueza de las naciones', obra en la que sentó las bases del pensamiento económico moderno. En ella, defiende que, en un entorno de libertad, el interés individual y el *laissez-faire* o libre mercado conducen —a través de la llamada mano invisible— a una asignación más eficiente de los recursos que cualquier intento de planificación centralizada.

Sin embargo, la realidad es que los gobiernos insisten en intervenir en la economía y en las decisiones de inversión provocando ineficiencias en la asignación del capital. Por ejemplo, el entorno de interés artificialmente bajos ha impulsado el auge del *private equity* y del *private credit*, facilitando operaciones con altos niveles de endeudamiento y valoraciones exigentes que difícilmente habrían sido sostenibles en condiciones normales. Al mismo tiempo, los sistemas de pensiones públicos, sostenidos bajo supuestos poco realistas, ponen en riesgo nuestra jubilación.

En el caso del *private equity*, esta ineficiencia se hace especialmente evidente en la valoración de los activos. Muchos fondos se valoran a valor liquidativo (NAV), pero la realidad es que el precio y el valor no son lo mismo, ni están fijados de antemano. Según [The Economist](#), fondos con más de 3.000 millones de dólares cotizan con descuentos medios del 25% sobre su NAV, llegando en algunos casos a negociarse por menos de la mitad. Esto sugiere que los inversores cuestionan la valoración de los activos subyacentes. El problema radica en asumir que algo vale lo que dicen los vendedores, cuando los compradores están dispuestos a pagar entre un 25% y un 50% menos. El precio real no es una estimación teórica, sino el resultado de un acuerdo entre oferta y demanda en el momento de la transacción. Antes de que ese intercambio ocurra, cualquier valoración es solo una hipótesis.

También existe una ineficiencia en los planes de pensiones públicos que escondidos bajo una promesa de la que ningún político se hará responsable, nos prometen una jubilación que no existirá. Los planes de pensiones fueron diseñados cuando la esperanza de vida apenas superaba los 65 años y las tasas de natalidad eran significativamente más elevadas. Leía en Forbes esta Semana Santa que ya ha nacido la primera persona que vivirá ciento cincuenta años, mientras que la natalidad en las economías desarrolladas se encuentra en mínimos históricos. Los [Países Bajos, ya han comenzado a reformarlo para adaptarlo a esta nueva realidad](#), transitando hacia modelos más flexibles y vinculados al rendimiento de los activos. En esencia, se reconoce que el sistema anterior no era sostenible en el largo plazo de modo que los ciudadanos debemos empezar a tomar responsabilidad de nuestra jubilación.

La mano invisible no actúa de inmediato. Somos todos nosotros, aprendiendo cada día los que mejoramos la asignación de recursos, incluso cometiendo errores por el camino.

## El comportamiento de la cartera

Durante el primer trimestre de 2026, la rentabilidad del compartimento C-INVEST / NOGAL CAPITAL FI fue del 11,1%, y 52,4% desde el inicio en octubre de 2021. En los respectivos periodos, la rentabilidad del índice de referencia MSCI Europe Net Total Return fue del -0,9%, y 42,9%.

## Las diez principales inversiones de Nogal Capital

Nuestra cartera está diversificada en treinta empresas entre las que encontramos empresas energéticas del upstream y midstream, mineras de oro y cobre, app de citas, acero y papelera... A continuación comentamos la evolución de las diez principales inversiones de nuestra cartera:

- Diversified Energy Company PLC (6,8%)

Productor de gas natural en EE.UU. especializado en la explotación de pozos maduros con costes bajos y generación de caja estable gracias a la cobertura de precios. Durante el último año, los ingresos han crecido un +102,7% debido a las adquisiciones realizadas, mientras que el EBIT ha aumentado un +73,7% y el flujo de caja libre un +66,1%, reflejando la fuerte mejora operativa y el apalancamiento del negocio.

- Saturn Oil & Gas Inc. (6,0%)

Productor canadiense de petróleo centrado en la optimización de activos y la reducción de deuda. Los ingresos han crecido un +9,3%, mientras que el EBIT prácticamente se ha duplicado (+98,9%) y el flujo de caja libre ha aumentado un +229,4%.

- Tullow Oil plc (5,5%)

Productor de petróleo con activos principales en Ghana, enfocado en estabilizar la producción y mejorar la estructura financiera. Los ingresos han caído un -11,8% por el entorno de precios, sin embargo, el EBIT ha aumentado un +98,2% reflejando mejoras operativas, mientras que el flujo de caja libre ha descendido un -12,3%.

- Cheniere Energy, Inc. (5,0%)

Principal planta licuefactora de gas natural (LNG) de EE.UU., con contratos a largo plazo tipo take-or-pay que aportan gran visibilidad de ingresos. Los ingresos han crecido un +24,4% impulsados por la mayor capacidad operativa, mientras que el EBIT ha aumentado un +48,7%. El flujo de caja libre ha descendido un -22,0% debido a las inversiones en expansión.

- Contango Ore Inc. (5,3%)

Compañía minera de oro en fase de desarrollo y puesta en producción, apalancada al precio del oro. Durante el último año, la compañía ha pasado de pérdidas operativas a beneficios, con un EBIT positivo frente al negativo del ejercicio anterior, mientras que el flujo de caja libre ha crecido de forma muy significativa reflejando la entrada en producción.

- BW Offshore Limited (4,9%)

Operador de plataformas offshore (FPSO) con contratos a largo plazo vinculados a la producción de petróleo y gas. Los ingresos han caído un -18,9% y el EBIT un -12,8%, principalmente por la transición entre proyectos, sin embargo, el flujo de caja libre ha pasado de negativo a positivo, reflejando la monetización de activos.

- Bumble Inc. (4,8%)

Plataforma digital de citas con modelo de suscripción y fuerte efecto red. Los ingresos han descendido un -9,9% en un entorno competitivo, mientras que el EBIT ha aumentado las pérdidas (-15,0%). No obstante, el flujo de caja libre ha crecido un +109,5% gracias a la optimización de costes.

- BW Energy Ltd. (4,5%)

Productor independiente de petróleo con activos offshore y foco en el desarrollo eficiente de campos existentes (principalmente Gabón y Brasil). Los ingresos han descendido ligeramente (-2,4%), mientras que el EBIT ha caído un -32,1% debido a factores operativos. El flujo de caja libre se reduce debido a las inversiones acometidas durante el periodo. No obstante, el principal accionista tiene un conocimiento sólido del sector y un excelente track record ejecutando proyectos relacionados.

- Renault SA (4,4%)

Fabricante europeo de automóviles con foco en eficiencia operativa y en el crecimiento de la marca Dacia. Los ingresos han crecido un +3,0%, mientras que el EBIT ha descendido un -14,8%, reflejando la presión en el sector, aunque manteniendo una buena rentabilidad operativa (6%).

- Dynagas LNG Partners LP (4,4%)

Operador de buques metaneros con contratos a largo plazo, especialmente en rutas estratégicas como el Ártico. Los ingresos se han mantenido prácticamente estables (+0,1%), lo que refleja la naturaleza contractual del negocio y la alta visibilidad sobre los ingresos futuros. El beneficio neto aumenta el 20%.

## ¿Qué espero en el futuro?

Con una sensación generalizada en la sociedad de incertidumbre, pero que por otro lado no dejo de pensar que lleva siendo una constatación en los diecisiete años que llevo como inversor profesional (crisis del 2008, PIIGS en 2012, Crimea en 2014, Brexit en 2016, Covid en 2020...). No es difícil

imaginar que, aunque en España los últimos cincuenta años han sido relativamente prósperos, en el resto del mundo no ha sido igual.

Dicho esto, el ser humano es capaz de sobreponerse a las crisis y utilizarlas en su favor para ordenar y optimizar la asignación de recursos.

Espero que, si seguimos trabajando de forma coherente, aprendiendo de los errores del pasado con el ánimo de mejorar, podamos tener un futuro mejor para nosotros y para los nuestros, como hemos hecho desde que el hombre es hombre.

Recibid un cordial saludo,



Rodrigo Cobos, CFA