



# GLOBAL ARROW FUND

## INVESTOR LETTER

Febrero 2026

*Nota: 12.000 toneladas de cáscara de naranja*

*Caso: Brown & Brown*

EXCELLENCE IN EVERY DECISION



Febrero 2026.

## 12.000 toneladas de cáscaras de naranja

En 1997, mil camiones descargaron doce mil toneladas de cáscaras de naranja en un terreno estéril de Costa Rica. Lo que en un principio parecía un acto insignificante, con el paso del tiempo creó el milagro biológico. Dieciséis años más tarde, ese vertedero de pieles de naranja se había transformado en una selva tan densa y exuberante que los científicos ni siquiera podían encontrar el cartel que marcaba el lugar. Hoy día, las pieles de naranja son las interacciones y entrenamientos de modelos IA que mañana pueden transformarse en herramientas necesarias para nuestro día a día.

Este cambio me recuerda la "Destrucción Creativa" de Joseph Schumpeter. El economista austriaco explicaba que el capitalismo no progresa de forma lineal, sino a través de vendavales que barren lo viejo para dejar sitio a lo nuevo. Hoy, ese vendaval amenaza con dejar obsoletos los modelos de negocio de muchas empresas de software especializado que, hasta ayer, se creían imprescindibles. Para pasar a lo nuevo de la mano de los agentes de Inteligencia Artificial. El resultado ha sido caídas en el subíndice S&P500 de software de más del 10% que se añaden a las del 12% del mes de enero.

Este escenario no nos ha afectado en el Global Arrow, al tener tan solo una pequeña posición en Microsoft. En cambio, los nutrientes en los que se basa la IA son cada vez más necesarios, los semiconductores. Sin ellos, no hay IA. Por esto, tenemos una exposición del 5% en gigantes de fabricación como TSMC, especialistas en materiales avanzados como Soitec y líderes en circuitos integrados como STMicro.

## Top contribuidores y detractores del mes

Las principales posiciones que han contribuido a la rentabilidad han sido:

Si miramos las empresas que más subieron fueron

- **Soitec.** La fabricante de obleas de sustrato (engineered substrates) necesarias para la fabricación de teléfonos móviles, centro de datos, industria o automóviles, sube después de mejorar los inventarios en la cadena de suministro. Lo que vendría a indicar que estamos en las puertas de un aumento de ventas.
- **McKesson.** La presentación de resultados impulsó a la distribuidora de fármacos americana. Con crecimientos en ventas del 18% interanual lo que le permitió mejorar las previsiones para el conjunto del año. El incremento de los fármacos contra la obesidad (llamados GLP-1)



En el lado negativo tenemos:

- **Novo Nordisk.** La presentación del estudio REDEFINE-4, que compara su nuevo fármaco CagriSema con el actual de Ely Lilly, Zepbound, no resulta en una mejora del fármaco de Novo (20% de pérdida de peso) vs el de Lilly (23% de bajada). No obstante, hay que resaltar que la mayoría de médicos ya estaban familiarizados con la administración de Zepbound pero no con el de CagriSema. Actualmente, Novo cotiza a unos múltiplos que equivalen a un 8% de retorno de flujo de caja libre y un 4% de rentabilidad por dividendo. El mercado dice que no crecerá en los próximos 10 años, lo que no coincide con las inversiones en expansión de capacidad que está realizando la empresa.
- **Adyen.** La empresa de soluciones de pago cayó después de presentar resultados con crecimientos del 19% en ventas y unas expectativas para el 2026 del 20-22%, bajando desde los 22-25%. La empresa cotiza a un PER ajustado por caja de 13x, con crecimientos de doble dígito en ventas y con una calidad de software superior a la de sus competidores.

### Empresa del mes: Brown & Brown

Precio: 71,82 USD (27 febrero de 2026)  
Capitalización: 24.891 Mill de USD  
Deuda Neta ajustada: 6.839 Mill de USD  
PER ajustado (25): 15x



Asegurar un coche o el hogar es hoy un proceso de clics y comparadores; cuando el riesgo es estándar, el precio manda. Sin embargo, en el mundo corporativo, la realidad es otra. Proteger la responsabilidad civil de una petroquímica, blindar una empresa contra ciberataques, asegurar la gira de Tylor Swift o gestionar los planes de salud de toda una plantilla no es algo que un formulario web pueda resolver. Los riesgos complejos —desde la logística de una gira mundial hasta el blindaje frente a catástrofes— no necesitan un software, necesitan una estrategia a medida. Es entonces cuando cobra vital importancia la figura del bróker asegurador. Ese actor que se interpone entre la empresa y las aseguradoras.

En este sector tenemos a 5 grandes (con más del 60% de cuota de mercado):

- Marsh & McLennan. Líder del mercado. Focalizado en grandes empresas y con otros negocios de consultoría (Mercer y Oliver Wyman)
- Aon. Segundo proveedor global con focos a grandes empresas, tanto en riesgos globales como en salud/jubilación.
- Willis Tower Watson (WTW). Uno de los brókeres con mayor capacidad analítica para modelar riesgo. Se centra en salud/jubilación.
- Arthur J. Gallagher. El 4º bróker especializado en empresas medianas.
- Brown & Brown. Focalizado también en medianas empresas, pero con buen posicionamiento en riesgos especiales.





Actualmente tenemos en cartera al líder en empresas grandes, Marsh & McLennan, y en empresas medianas, Brown & Brown.

## Sector bróker de seguros

El sector de brókeres de seguros se espera que crezca más de un 9% anual de aquí al 2031<sup>1</sup> gracias al auge de seguros especializados, la integración de la tecnología y los mercados emergentes.

Si entramos al detalle, observamos que es un sector que goza de varias ventajas competitivas:

- Coste de cambio. Una vez un bróker trabaja con una empresa, el conocimiento profundo y confidencial que adquiere de ésta es tal que cambiar de bróker es costoso.
- Efecto red. Cuanto mayor es un bróker, mayor conocimiento adquiere de un determinado riesgo, mayor volumen de primas, mejores condiciones que adquiere de las aseguradoras, más cliente atraen las buenas condiciones y mayor te conviertes.
- Nicho. Los brókeres pueden adquirir un conocimiento profundo de un tipo de riesgo que hace que las compañías aseguradoras les confíen la cotización y contratación de la prima.

Las empresas del sector son conocedoras de dichas ventajas, es por ello que no se conforman con el crecimiento orgánico, también van realizando fusiones y adquisiciones. Tal es la situación que desde noviembre de 2024 se han realizado más de 600 operaciones de M&A en el sector.

## Brown & Brown. El gigante de la cultura meritocrática

Fundada en 1939 por J. Adrian Brown y Charles Covington Owen, Brown & Brown ha logrado consolidarse en la élite de los brókeres globales mediante una fórmula maestra: crecimiento orgánico robusto y una disciplina férrea en sus adquisiciones. Aunque la familia Brown mantiene una presencia activa en el día a día, su verdadera ventaja competitiva reside en una cultura descentralizada que los diferencia drásticamente de sus competidores. Esta estructura, basada en la meritocracia, no solo fomenta la autonomía, sino que alinea los intereses de la plantilla con los de la compañía.

Y no son solo incentivos emocionales, sino una participación real en el capital. El 56% de sus empleados en EEUU son accionistas, controlando en conjunto cerca del 20%. Esta alineación de intereses da como resultado una rotación de personal del 8%, mucho menor que la media del 15-20% del sector.

Toda esta cultura de propiedad y eficiencia se traduce en unos resultados espectaculares. En los últimos 10 años los ingresos han crecido un 14% anual y los beneficios un 17%. Y ha entrado en el selecto club de aristócratas del dividendo (han pagado dividendos crecientes de forma ininterrumpida en los últimos 50 años).

Además de las ventajas competitivas que goza el sector, Brown & Brown ha construido un *foso defensivo* (moat) propio en base a:

---

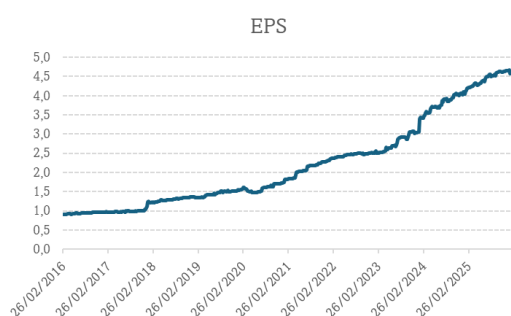
<sup>1</sup> "Insurance Brokerage – Market Share Analysis, Industry Trends & Statistics, Growth Forecasts (2026–2031)" (Brókeres de seguros – análisis de cuota de mercado, tendencias y estadísticas de la industria, expectativas de crecimiento (2026-2031))



- **Cultura descentralizada.** Difícil de replicar que permite mayor agilidad y sensación de pertenencia.
- **Especialización en *Middle Market*.** Se centra en las medianas empresas, donde ha adquirido un conocimiento profundo.
- **Capacidad de suscripción.** Esta es una de sus mayores ventajas técnicas. Como MGU, Brown & Brown no solo intermedia, sino que actúa como representante de la aseguradora con facultades para cotizar y emitir pólizas de forma directa. Su sofisticación analítica y tecnológica les permite gestionar el riesgo con una precisión que mejora la ratio de siniestralidad de sus socios aseguradores.
- **Efecto red.** Está adquiriendo un tamaño que le permite generar un círculo vicioso: Cuanto mayor es, mayor flujo de caja que puedes emplear para mayores adquisiciones. Esto le ha permitido adquirir en 2024 a Accession por un valor de 10.000 millones de dólares.

Los números hablan por sí solos. Estas características han permitido que los beneficios de la empresa crezcan un 400% en los últimos 10 años, lo que equivale a un 17.5% anual.

Gráfico 1. Evolución de los beneficios por acción



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

## Análisis de la desconexión valor vs precio

A pesar de contar con un foso defensivo envidiable, en un sector atractivo, ¿por qué cotiza a un precio por metro cuadrado de beneficios (PER) mínimo de los últimos 10 años? ¿cómo es posible que caiga un 45% en menos de un año? ¿Cómo es posible que cotiche a PER de 15x con crecimientos de beneficios de más del 10% anual en los próximos 5 años?

Gráfico 2. Evolución PER de Brown & Brown



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Hemos analizado las posibles fuentes detrás de esta caída y nuestras conclusiones son las siguientes:

**1) Resultado y expectativas del mercado.**

Las diferencias entre los resultados presentados para el ejercicio 2025 y los esperados son mínimas. Para poner un ejemplo, el crecimiento en ventas esperado del 23,7%, vs el 22,8% real, o el beneficio por acción de 4,264\$ vs el 4,260\$ real.

- Conclusión: no justifican una caída de tal magnitud.

**2) Nivel de endeudamiento.**

El cierre de la compra de Accession en agosto de 2025 le ha llevado a incrementar la deuda neta hasta los 6.800 millones de dólares, desde los 3.375 millones a cierre de 2024.

- Realidad: a pesar de ser un incremento de la deuda notable, éste se sitúa por debajo de las 3x deuda neta entre EBITDA. Además genera flujo de caja libre de 1.600 millones que son más que suficientes para hacer frente a los pagos.

**3) Ciclo de mercado Soft Market o mercado blando.**

Se teme una caída de primas (entre el 5% y el 8%) en esta fase del ciclo. Lo que arrastrará los beneficios de la empresa.

- Defensa. El modelo de Brown & Brown es resiliente. En momentos del ciclo igual al actual, la empresa lo capeó sin grandes problemas. Incluso en un escenario muy negativo, la situación sería temporal pero no estructural. Recordemos que si las aseguradoras se enfrascan en una pelea de precios, llegará un momento en que la póliza no cubra todos los gastos (técnicos y generales).

**4) Guerra por el talento**

En la última presentación de resultados indicaron que 275 trabajadores (de un total de 22.600) renunciaron a sus trabajos para incorporarse a Howden's. Como es un negocio donde el conocimiento del cliente es la clave, la salida de profesionales implica la bajada de ingresos.

- Perspectiva. Hemos calculado que, de media, cada empleado genera unos 500.000 dólares de ventas. Con lo que puede ascender a unos 140 millones de ventas, sobre un total de 5.900 millones alcanzado en 2025. Pero esta guerra también la han sufrido otras empresas como Marsh & McLennan (90 profesionales) hasta sumar un total de 800 del sector que se han ido a Howden's.
- Valoración. La verdadera barrera de entrada es su cultura de propiedad: un empleado

**5) Inteligencia Artificial ¿amenaza o aliado?**

El lanzamiento de aplicaciones como Tuio el pasado 9 de febrero de 2026 provocó un "lunes negro" en el sector. Pánico, provocado por el miedo a que la IA reemplazaría al bróker, dio como resultado fuertes caídas.

- Desmitificación: Al igual que ocurrió con los comparadores web (PCW), la automatización solo afecta a riesgos genéricos y masivos (auto, hogar).



- El valor del Bróker: En riesgos complejos y específicos de medianas empresas, la IA es una herramienta de eficiencia, no un sustituto. Brown & Brown ya utiliza modelos predictivos y GenAI para mejorar la agilidad. Marsh & McLennan tiene el programa Thrive que centraliza inversiones en IA. Aon también con Aon Broker Copilot. WTW se refuerza con Radar 5 con capacidad GenAI.

## Conclusión

La mayoría de las empresas medianas y grandes no tienen ningún incentivo para dejar de trabajar con un bróker y hacerlo con un agente IA. El coste de la contratación del seguro por parte de la empresa suele ser cero, ya que el bróker cobra de la aseguradora. El precio ofrecido es más atractivo, porque los brókeres manejan datos de un montón de empresas, no solo de una. En la negociación de un contrato no solo se habla de precio, sino de servicio, como, por ejemplo, acompañar en las reclamaciones.

Todo ello permite mantener un crecimiento cercano entre el 6% y el 8%, más un crecimiento inorgánico en base a comprar empresas del sector. Todo ello, con un precio por metro cuadrado de beneficio (PER) de 15.8x, cuando la media se ha situado en 24x.

Por todo ello, pensamos que estamos en la típica situación de “vende primero, y pregunta después”. Pues aquí estamos nosotros con “haz primero el trabajo, y comprar después”.

"Una onza de prevención vale más que una libra de curación."

*Benjamin Franklin.*

Muchas gracias por su confianza, nuestra más preciada inversión.

Un saludo,

Xavier Brun, PhD. Head of Equity Trea AM  
Asesor del Global Arrow



**DISCLAIMER:**

*“La información contenida en esta carta, está emitida como la opinión del asesor del fondo en función de su política de inversión. **Le recordamos que siempre es recomendable consultar a su propio asesor financiero** con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia o idoneidad.*

*Esta carta **no supone una oferta de venta ni una invitación o recomendación de suscripción de valores, de inversión o de adquisición de servicios de inversión, ni debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión** y no sustituye a la información de los Datos Fundamentales del Inversor o cualquier otra inversión legal.*

*Esta presentación, elaborada por el asesor, está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información contenida en la presentación ha sido suministrada por tercero, diferentes al emisor, si bien, y salvo mejor opinión, entendemos es fiable no obstante no haber sido verificada por un experto independiente y, en consecuencia, no puede ser garantizada.*

*Ni Trea Asset Management, SGIIC, SA ni Diagonal Asset Management, SGIIC tendrá responsabilidad alguna por cualquier reclamación derivada del uso de la información facilitada. “*