



Marzo 2025

Carta a los partícipes

Xavier Brun, PhD.

Head of Equity en TREA AM, Asesor del Global Arrow

Comportamiento y movimientos en cartera

Marzo ha sido un mes de corrección en los mercados de Estados Unidos. El índice S&P 500 cerró el mes con un -9,3%, el tecnológico Nasdaq cayó un 11,1% y el Russell 2000 de pequeñas compañías retrocedió un 10,5%. Por su parte, el índice mundial MSCI World disminuyó un 8,2%, Global Arrow Fund ha retrocedido un 8,2%. Este ha sido el séptimo peor mes de este índice en los últimos 20 años, tan solo por detrás de meses de 2008, Covid y diciembre 2018. En ocasiones los mercados sufren etapas de miedo generalizado preventivo porque los inversores se dejan llevar por el miedo más que por la razón, en este caso el detonante han sido los aranceles anunciados a golpe de titular de prensa por el presidente Donald Trump.

Titulares sazonados, también, por el anuncio de la encuesta de Bank of America a los gestores de fondos que manifestaron su intención de abandonar el mercado americano. Conocemos esta encuesta desde hace más de 25 años cuando la elaboraba Merrill Lynch-Gallup. Ofrece titulares, más que realidades. Se elabora en base a intenciones, no en base a datos reales de las carteras de los fondos que gestionan. Si miramos a los flujos de inversión podemos observar que a finales de marzo las inversiones en acciones americanas aumentaban. Estos episodios de volatilidad no deben hacernos perder la cabeza ni vender sin distinción compañías en cartera con unos muy buenos fundamentales a medio y largo plazo. Darán sus frutos.

La parte de la cartera invertida en fondos se ha mantenido porque son fondos de gestores de gran prestigio mundial como Terry Smith, Peter Seylern o el multimillonario gestor de GQG Rajiv Jain. Ellos no se han movido de Estados Unidos. En contraste con el miedo de los inversores, Scott Bessent, el secretario del Tesoro de Estados Unidos resta importancia a la reciente corrección del mercado y señala que de momento no hay razones para pensar que Estados Unidos caerá en una recesión. «Llevo 35 años en el sector de las inversiones y puedo asegurar que las correcciones son saludables. Son normales. No me preocupan los mercados. A largo plazo, si implementamos una buena política fiscal, desregulación y seguridad energética, los mercados tendrán un excelente desempeño», dijo. Por estas mismas razones que señala Bessent, el fondo se ha mantenido invertido.

Por lo que respecta a las subidas recientes de los mercados europeos, conviene separar el grano de la paja. Ciertamente se están beneficiando del anuncio del gasto público. La Unión Europea planea aumentar en 800.000 millones de euros el gasto en defensa. Pero ¿cómo se materializará este gasto?, ¿cuándo se hará y a costa de qué? Parece poco probable que esta inversión sea en su totalidad en empresas europeas, tampoco se prevé sea inmediata (al ser gasto público común hay que ver cómo se instrumentaliza) y el coste, con alta probabilidad será mediante aumento de impuestos. Todo ello no se espera que dirija a Europa a un salto en innovación y competitividad a largo plazo. Añadir que la gran mayoría de inversión irá a armamento y en Global Arrow antepone la ética en la inversión a la rentabilidad.

Las subidas de las bolsas europeas ciertamente podían haberse aprovechado vendiendo fondos globales o americanos de la cartera de Global Arrow, pero es efímero y es correr detrás de los mercados. A largo plazo no da resultados. Con toda seguridad, y a pesar de la ola de inversiones anunciada por Europa, tanto a medio como a largo plazo serán Estados Unidos y China los que seguirán siendo los líderes económicos del mundo. Europa está empeñada en regular y eso no la beneficia. Económicamente las regulaciones no suelen ser buenas compañeras de viaje en lo económico.

Pero volvamos a Donald Trump. Hasta ahora ha anunciado todas las políticas que, a priori, hacen que la economía pare, con ellas, los tipos de interés deberían disminuir aliviando, así, la factura de intereses de la economía americana. Una vez se alcance, pasará a las políticas expansivas, como la bajada de impuestos y la desregulación. Ambas medidas que deberían contrarrestar los aspectos negativos de los aranceles. El conocido inversor Warren Buffett, en otras situaciones de crisis, siempre ha dicho que no hay que dar por amortizado el liderazgo económico de Norteamérica. Y hasta ahora, siempre ha tenido razón.

Esta corrección de momento no es un cambio de tendencia en Estados Unidos. Una corrección se debe “soportar”, en un cambio de tendencia se debe “actuar”. Y es lo que hará el fondo, de ser necesario. A pesar de obtener rentabilidad superior al MSCI World (EUR), ésta ha sido muy negativa. En realidad, el mes de marzo ha sido el 7º peor mes de este índice en los últimos 20 años, tan solo por detrás de meses de 2008, Covid y diciembre 2018. Con tal magnitud de caída hemos de diagnosticar los motivos, medirlos, analizar el proceso y mejorarlo.

El proceso actual llevó a vender la totalidad de Kering y parte de LVMH que se usó para incrementar McKesson y Catalana Occidente. Kering porque el cese del director creativo de Gucci, Sabato De Sarno, después de poco más de un año en el cargo, por Demna Gvasalia, quien fue director creativo en Balenciaga, dilatan la posible recuperación un año más y depositan todas las esperanzas en una única persona. Monitorizaremos las colecciones que Gvasalia presente y su impacto en los clientes. Por su parte, LVMH se redujo por el riesgo de aranceles a las bebidas que ha impuesto Trump, así como un riesgo de reducción de demanda por parte de EEUU, uno de los países que apoyaron al crecimiento de la empresa en 2024. En cuanto a las compras, se incrementó en McKesson, una distribuidora farmacéutica con unos crecimientos entre 12/14% del beneficio por acción a un PER de 18x, líder de un oligopolio de 3 empresas, en un sector al margen de la economía. Igualmente, se incrementó Grupo Catalana Occidente por motivos

parecidos. Cotizaba a un PER de 7.8x, la caja neta generada cada año era equivalente al 13% del coste de la empresa (capitalización bursátil), con una gestión excelente tanto del negocio de seguro tradicional como del de crédito, este último hay 3 grandes empresas que se reparten más del 80% del sector. Estas características, no tan solo las vimos nosotros, sino que la familia también con lo que lanzó el pasado 27 de marzo una oferta de adquisición (OPA) para sacarla del mercado, con una prima de un 18%.

Pero los cambios realizados parecieron no ser suficientes. Se debería haber comprado sector energía, Utilities y bancos europeos, que son los únicos que han subido este mes de marzo. El motivo de no hacerlo es porque pensamos que la cartera está mejor posicionada que estos sectores. Para verlo, vayamos a poner números.

	Crecimiento Bº 2024	Crecimiento Bº 2024-2027 ¹	PER (2025)
Global Arrow Fund	+10%	+55%	17.5x
Sector Energía ²	-19%	+19%	13.4x
Sector Utilities ³	-19%	+23%	16.3x
Sector Bancos ⁴	+10%	-22%	8.7x
MSCI World	+8%	+28%	16.9x

Como se puede observar, las expectativas de los sectores que más han subido este mes no son los que mejor expectativa tienen a futuro. Los beneficios esperados para la cartera son muy superiores a los del índice con unos precios por m² de beneficio del 2025 (PER) muy parecidos. Además, la media de rentabilidades sobre capital (ROCE) de la cartera se sitúa en el 36% y con un nivel de endeudamiento muy bajo, siendo la ratio deuda neta sobre margen operativo (EBIT) de 0.5x.

Entonces, si no es construcción, lo que ha fallado es anticiparnos al tiempo, el llamado *market timing*. Para ello vayamos a las estadísticas. Tomemos los 20 últimos años del S&P 500 y Stoxx 600 y centrémonos en los 20 peores y mejores meses. Observamos que el patrón recuperación es el siguiente. En EEUU, de los 20 peores meses, 7 fueron seguidos inmediatamente de uno de los 20 mejores meses y 15 de los peores les sucedió un mes en positivo. En cambio, en Europa, de los 20 peores meses, 4 fueron seguidos de uno de los 20 mejores y tan solo 8 de los 20 peores les sucedió un mes en positivo. Si nos hubiéramos perdido esos 7 o 4 mejores meses de rentabilidad que suceden a los peores meses, el resultado hubiera sido: +171% para el S&P y 62% para el Stoxx 600. Si no hubiéramos vendido ningún mes, la rentabilidad hubiera sido +385% y +109% respectivamente. Conclusión: se ha de estar invertido por concepto y no porque sea buen o mal momento

¹ Fuente: Bloomberg

² MSCI World Energia

³ MSCI World Utilities

⁴ Stoxx 600 Bancos

Figura 1. S&P 500. Cuadro con los 20 peores y 20 mejores meses de los últimos 20 años

S&P 500 (Estados Unidos)

Fecha	Rent. %	Fecha	Rent. %
31/10/2008	-16,9%	30/04/2020	12,7%
31/03/2020	-12,5%	31/10/2011	10,8%
27/02/2009	-11,0%	30/11/2020	10,8%
30/09/2022	-9,3%	30/04/2009	9,4%
31/12/2018	-9,2%	29/07/2022	9,1%
30/09/2008	-9,1%	30/11/2023	8,9%
29/04/2022	-8,8%	30/09/2010	8,8%
30/06/2008	-8,6%	31/03/2009	8,5%
30/01/2009	-8,6%	30/10/2015	8,3%
28/02/2020	-8,4%	31/10/2022	8,0%
30/06/2022	-8,4%	31/01/2019	7,9%
31/05/2010	-8,2%	31/07/2009	7,4%
28/11/2008	-7,5%	31/08/2020	7,0%
30/09/2011	-7,2%	29/10/2021	6,9%
31/10/2018	-6,9%	28/06/2019	6,9%
31/05/2019	-6,6%	30/07/2010	6,9%
31/05/2012	-6,3%	31/03/2016	6,6%
31/08/2015	-6,3%	31/12/2010	6,5%
31/01/2008	-6,1%	30/06/2023	6,5%
30/12/2022	-5,9%	31/01/2023	6,2%

Figura 2. Stoxx 600. Cuadro con los 20 peores y 20 mejores meses de los últimos 20 años

Stoxx 600 (Europa)

Date	% Change	Date	% Change
31/03/2020	-14,8%	30/11/2020	13,7%
31/10/2008	-13,3%	30/04/2009	13,5%
31/01/2008	-11,6%	31/07/2009	9,3%
30/09/2008	-11,1%	30/10/2015	8,0%
31/08/2011	-10,5%	31/10/2011	7,6%
30/06/2008	-10,2%	29/07/2022	7,6%
27/02/2009	-9,6%	31/03/2010	7,2%
28/02/2020	-8,5%	30/01/2015	7,2%
31/08/2015	-8,5%	27/02/2015	6,9%
30/06/2022	-8,2%	30/11/2022	6,8%
28/11/2008	-7,1%	31/01/2023	6,7%
31/05/2012	-6,8%	30/11/2023	6,4%
30/09/2022	-6,6%	31/01/2025	6,3%
29/01/2016	-6,4%	31/10/2022	6,3%
31/05/2010	-5,7%	30/04/2020	6,2%
31/05/2019	-5,7%	31/01/2019	6,2%
31/10/2018	-5,6%	31/12/2009	6,2%
31/12/2018	-5,5%	31/03/2021	6,1%
31/08/2022	-5,3%	30/12/2016	5,7%
28/06/2013	-5,3%	30/04/2008	5,6%

A pesar de ello, continuaremos analizando procesos. Por ahora, del total de 30 empresas que tenemos hemos recibido este mes dos ofertas de compra (OPA), una por la totalidad de Catalana Occidente y otra parcial por CIE Automotive.

Con estas OPA, parece que el proceso no es del todo malo. Pero siempre se puede mejorar.

Empresa del mes: McKesson

Precio: 663,02 USD (31 de marzo de 2025)
Capitalización: 83.094 Mill de USD
Deuda Neta ajustada: 1.620 Mill USD
PER ajustado (25): 20.2x



“Buenos días, venía a pedir este medicamento – pregunta el cliente -. Pues no lo tenemos aquí, pero venga por la tarde que ya lo tendremos – responde el farmacéutico – “. Si esta situación les resulta familiar, les será fácil entender qué hace McKesson.

Podríamos definir McKesson como el Amazon de las farmacias en Estados Unidos. Es el mayor distribuidor de fármacos y material clínico en Estados Unidos. Es aquel al que llama la farmacia cuando no tiene un medicamento y el que se lo trae para que nosotros podamos ir por la tarde a recogerlo. Aunque quizá no nos resulte familiar, es la decimoséptima empresa mayor del mundo por nivel de ventas, por delante de grandes como Google, Microsoft o Costco.

Para poder analizar la compañía primero deberíamos entender el sector en Estados Unidos. A diferencia de lo que ocurre en España, dónde los fármacos están incluidos a través de la Seguridad Social, en Estados Unidos uno debe pagar por la totalidad de los medicamentos. Es por esto que, a parte de tener un seguro médico, también debes tener un seguro de fármacos. Es la Seguridad Social pero privada. Esto implica que la complejidad a la hora de pagar el medicamento sea notable, ya que la farmacia debe saber si está o no incluido y cuánto ha de pagar el cliente, ya que dependerá del seguro. Para complicarlo más, entre la farmacia y la empresa farmacéutica hay los llamados PBM, de sus siglas en inglés Pharmacy Benefit Managers (Gestores de prestaciones farmacéuticas). Los PBM son los que negocian precios con las farmacéuticas para lograr mejores precios y con ellos reducir los costes, que se interponen entre la farmacéutica, la farmacia y el seguro.

Ahora que hemos visto algo el sector....

... ¿Qué hace McKesson?

McKesson es el distribuidor de los medicamentos, le es indistinto dónde se entreguen, si a un hospital, a una farmacia o en casa del paciente, y que precio tengan, al cobrar por servicio.

La empresa está estructurada en tres segmentos:

- **US Pharmaceutical:** el puro segmento de distribución de cualquier tipo de medicamento, genérico, de marca, biosimilar, OTC, desde los proveedores (farmacéuticas) a sus clientes (farmacias, hospitales y pacientes).

Para ello cuenta con 29 centros de distribución que ofrecen servicio a todos los estados miembros. Es el nexo de unión entre las farmacias, los PBM, las farmacéuticas y los seguros médicos.

Como cada tipo de medicamento y de cliente es un mundo, McKesson se ha especializado en dar una solución a cada grupo.

Así pues, en los productos genéricos, McKesson lanzó OneStop Generics, una plataforma que permite la adquisición de genéricos por parte de sus clientes. Además, estos fármacos pueden ser de Northstar Rx, los genéricos de marca propia de McKesson. Toda esta estructura, le permitió firmar una alianza con Walmart, llamada ClarusONE, en la que abastece de estos fármacos genéricos en sus tiendas.

En los productos oncológicos, la empresa adquirió en 2024 una empresa que le permite tener una plataforma específica para este tipo de fármacos, con acuerdos con más de 2.000 proveedores para ofrecerles los más de 300 fármacos que hay en el mercado de forma eficiente.

Por último, la empresa tiene una cadena de farmacias propias, llamadas Health Mart, con más de 4.700 repartidas por los 50 estados para facilitar la distribución de medicamentos a sus clientes.

- **Medical-Surgical Solutions:** igual que el segmento anterior, pero aquí los clientes son médicos, hospitales, centros de atención primaria, y la gama incluye cualquier producto que puedan emplear, desde guantes o mascarillas hasta bisturís..
- **Prescription Technology Solutions:** dada la complejidad del sistema sanitario americano, cobra vital importancia tener todo informatizado. Justo a lo que se dedica este segmento. Ofrece soluciones tecnológicas que permiten unir a paciente, farmacia, hospital, aseguradora, PBM, farmacéuticas o estado (a través de Medicare y Medicaid), para lograr una transparencia en costes por parte de todos los actores. McKesson tiene conexión con todos los centros, con unas 50.000 farmacias, con un millón de proveedores, con 650 farmacéuticas, y con casi todos los PBM. Esto permite que sus clientes y proveedores los elijan a ellos antes que a la competencia por la cantidad de datos que tienen.

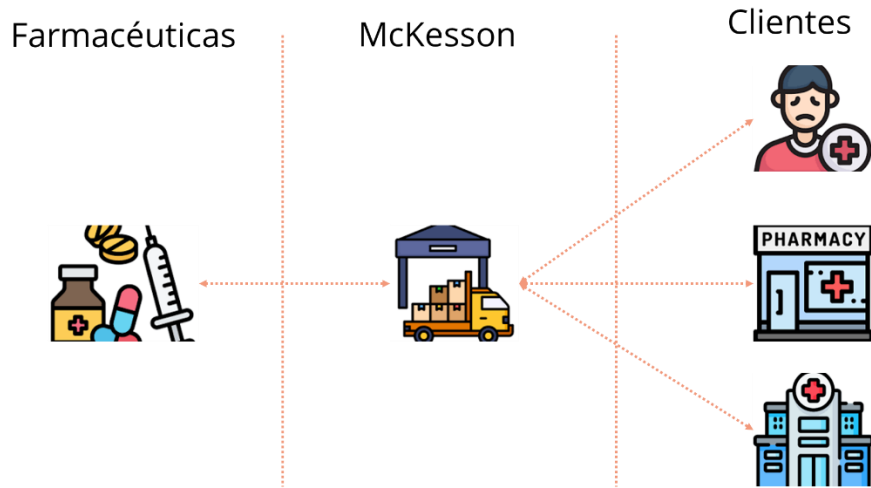
Con este entramado logístico tan grande resulta difícil competir, por esta razón en el mercado tan solo hay tres empresas que se reparten el 98% de toda la logística: McKesson, con un 37% de cuota, Cencora, con un 33% y Cardinal Health, con un 28%.

¿Cómo lo hace?

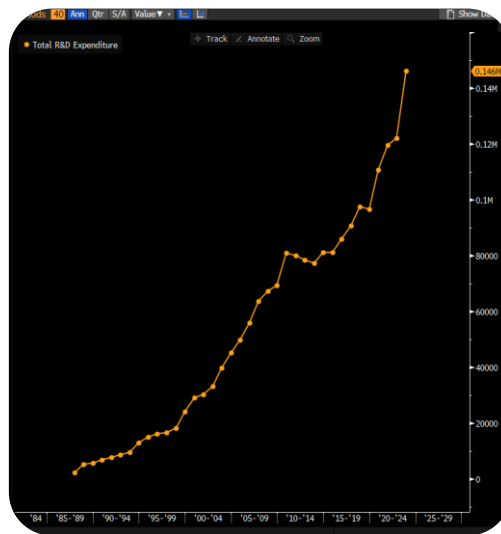
Vayamos ahora a las ventas. Como toda empresa éstas son representadas por el precio y la cantidad.

El precio es simple, por un lado, cobran por transportar, gestionar y almacenar un medicamento de las farmacéuticas y lo mismo cuando mandan el producto a los clientes. Además, en

determinados medicamentos pueden tener un descuento sobre el precio o cobrar por el uso de sus soluciones de prescripción (los programas informáticos de gestión). En un principio, si los productos que se venden son de marca, genéricos o biológicos no tiene gran impacto en la compañía.

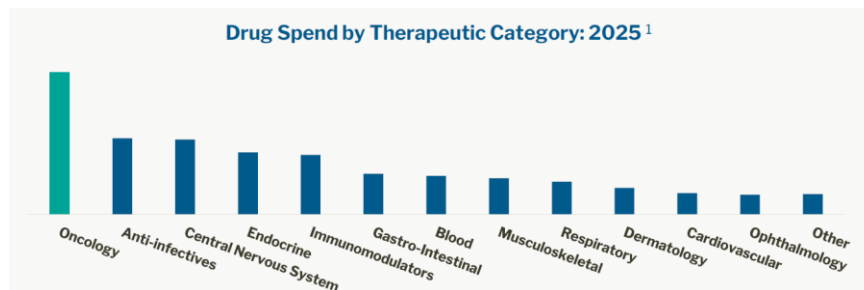
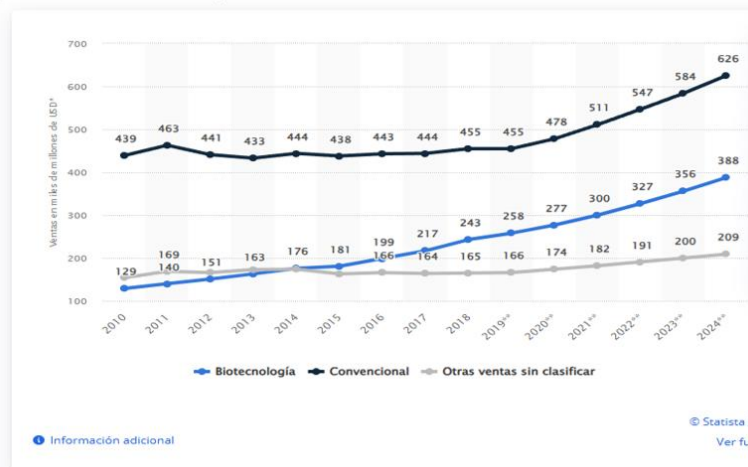


La otra variable es la cantidad, que no deja de ser el número de fármacos que se venden en EE.UU. Para saber la evolución del número de estos, debemos ir a la fuente: la inversión en I+D. En el siguiente gráfico podemos ver el incremento en inversión en I+D de todo el sector farmacéutico.



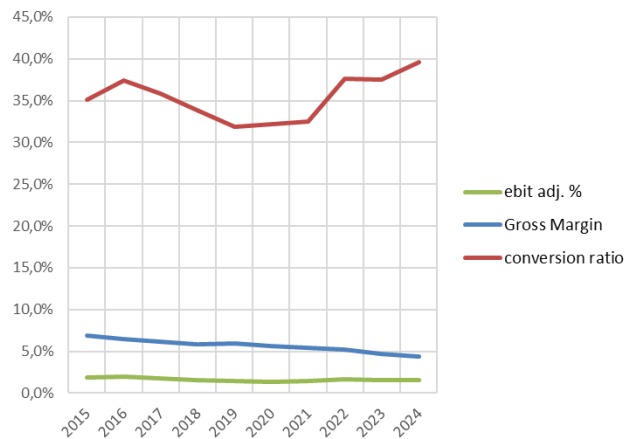
Como se puede observar, la cantidad destinada a buscar nuevos fármacos subió exponencialmente. El resultado de todo ello ha estado el incremento de número de fármacos en la industria, que, principalmente, han ido destinados a oncología. Justo en este campo fue la última adquisición de McKesson en 2024, Community Oncology Revitalization Enterprise Ventures, LLC por 2.490 millones de dólares.

Evolución anual del volumen de ventas globales de medicamentos de la industria farmacéutica de 2010 a 2024, por tipo de tecnología
(en miles de millones de dólares)



Todo ello hace que la empresa haya podido incrementar las ventas en un 6% durante los últimos 10 años convirtiéndose así en una de las mayores empresas por ventas del mundo. Pero esto no es sinónimo de beneficios elevados, ya que estas ventas incluyen el precio del fármaco que se traslada íntegramente al cliente. Por este motivo, el segmento de US Pharmaceutical, el de pura logística, el margen se sitúa entre 1,1% y 1,2%, y, aunque los segmentos de soluciones médicas y prescripciones tienen márgenes superiores, del 10% y 18% respectivamente, el margen del grupo es bajo, del 1,5%.

Entonces, ¿por qué invertir en una empresa con márgenes tan bajos? Porque, en realidad, sus márgenes son del 35/40%. Lo que hay que fijarse es en cuánto gana sobre los ingresos que recibe por transportar el fármaco, es decir, cuánto gana sobre el margen bruto. Y, aquí, es donde vemos el verdadero margen, al que llamamos ratio de conversión.



Mirando el beneficio sobre el margen bruto (línea roja), llegamos a la conclusión que la empresa tiene una optimización muy elevada de sus recursos que le permiten obtener unos retornos sobre el capital muy elevados.

Ventaja Competitiva

McKesson tiene una clara ventaja competitiva, que le viene tanto por el sector en el que está como la idiosincrasia de la empresa. Para poder competir en este sector necesitas tamaño para poder ofrecer un servicio íntegro a todo el país, pero esto es una condición necesaria pero no suficiente. Si no, pregunten a Amazon porque siendo la empresa logística mayor del mundo no puede competir en este terreno. Una de las razones, es la estricta regulación de la FDA⁵ que restringe o prohíbe vender determinados medicamentos a través de plataformas web, y la segunda por el complejo entramado de prescripción. Unas condiciones que permiten al sector estar bien protegido.

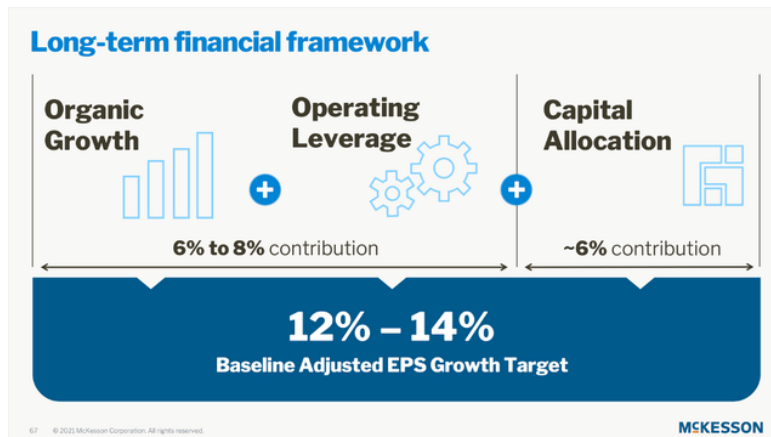
Esta ventaja les facilita negociar con sus proveedores, las empresas farmacéuticas, ya que si desean distribuir su producto en EEUU deberán acudir a alguna de las tres empresas. Al negociar mejor, obtienen mejores precios que pueden trasladar a sus clientes, con lo que permite reducir la factura del sistema. Pero también les facilita negociar con sus clientes, ya que mantienen parte del inventario de las farmacéuticas u hospitales en los almacenes de McKesson, aliviando así las necesidades de inversión. Técnicamente hablando, la necesidad de circulante (working capital) de sus clientes disminuye.

A esta ventaja, hay que añadir que McKesson ha ido invirtiendo muchos recursos informáticos en facilitar a sus clientes la gestión de medicamentos. Esta inversión permite generar lo que se conoce como el efecto red, en el que más clientes permiten que la empresa logre más recursos que pueden ser invertidos en mejora del servicio que a su vez atraerá a más clientes. Prueba de ello, es el acuerdo que tiene desde hace años con Walmart o el reciente contrato que ha firmado con Optum, el PBM de UnitedHealth Group, que anteriormente estaba con Cardinal Health.

⁵ FDA: Food and Drug Administration. Es el regulador americano en aspectos de salud.

Conclusión

Frente a esta situación, la empresa tiene previsto crecer entre el 12% y el 14% anual en beneficio por acción en los próximos años.



Los motivos son tres:

- Ventas. Pueden aumentar entre 3% y 5%.
 - Estados Unidos tiene uno de los sistemas sanitarios más caros, para reducirlo se están implementando varias medidas, como el Value for Care, que incentiva el tratamiento preventivo en lugar del hospitalario.
 - Incremento de genéricos para bajar la factura. Aquí McKesson tiene soluciones para ello.
 - Aumento de nuevos fármacos, como el GLP-1 para tratar la obesidad, pero también los que vendrán para problemas de sistema nervioso central, los biológicos o los recombinantes.
- Márgenes. Otra mejora de 3%. Gracias a:
 - Mayor peso de segmentos con mayor margen, con el de oncología o prescripciones.
 - Mejoras de costes y operativas.
- Recompra de acciones. Que pueden oscilar entre 5/6%.
 - La caja que genera la empresa la destina a reducir el número de acciones. Con lo que el mismo pastel, llamado beneficio, se reparte entre menos gentes, número de acciones. Con lo que la porción de pastel, llamado beneficio por acción, aumenta.

Con lo que tenemos una empresa que capitaliza unos 83.000 millones de dólares, prácticamente no tiene deuda, con un flujo de caja libre esperado para año fiscal 2025 (marzo) de 5.000 millones de dólares, que hacen que el precio por kilo de flujo de caja sea de 17x, con unos crecimientos esperados del 12/14% y siendo líder en un sector que es un oligopolio y cuyos productos no pueden dejar de consumir porque haya una recesión.

“Las tormentas hacen que los árboles tengan raíces más profundas.” - Anónimo -

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.

Trea Asset Management, SGIIC, SA ni Diagonal Asset Management, SGIIC no tendrá responsabilidad alguna por cualquier reclamación derivada del uso de la información facilitada. “