GLOBAL ARROW FUND

Abril 2025

Carta a los partícipes

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

Comportamiento y movimientos en cartera

Péndulo de Newton: la tercera ley del movimiento establece que, para cada acción, hay una reacción de igual y dirección opuesta. Justo lo que ha ocurrido este mes de abril en las bolsas.

Ya lo hemos mencionado en varias notas emitidas durante el mes, teníamos la intuición, que no la certeza, que Trump presentó los aranceles con cero rigor académico para forzar una negociación. Pues bien, parece haber sido así. Los índices bursátiles se han recuperado hasta niveles pre anuncio y ya se sitúan a niveles antes de las elecciones. Con lo que la euforia inicial a su elección y el posterior declive han hecho que volvamos a la casilla de salida.

Durante el mes, y viendo la fuerte reacción negativa de los mercados después de la presentación de las tarifas, decidimos comprar una opción Call sobre el S&P 500 equivalente al 10% de la cartera (si sube el mercado, ganamos; si baja, limitas la pérdida a la prima de la opción). Además, compramos algo de empresas fuertemente castigadas cuyo negocio a largo plazo no cambia mucho esté o no Trump, como ASM International (empresa fabricante de equipos para chips) o Novo Nordisk (farmacéutica especializada en Diabetes y Obesidad), y vendimos o redujimos algunas que podrían ser más afectadas por las posibles Tarifas (United Rentals, STMicro, VISA, Amazon o LVMH).

Siempre hemos dicho que a corto plazo el mercado se mueve por sentimientos y a largo plazo por beneficios. Pues bien, durante este mes han presentado resultados trimestrales la gran mayoría de empresas que tenemos en cartera. El 83% ha crecido en beneficios una media de un 25% (las del índice, el 64% de las empresas con una media del 6.8%) y el 70% ha presentado resultados un 10% superior a lo que el mercado esperaba. Pero lo importante es el mensaje que han dado, que ha sido positivo a pesar de la incertidumbre generada por las tarifas. Por este motivo, el comportamiento relativo de las acciones que tenemos en cartera ha sido mejor que el índice MSCI World.

En la cartera, el 51% lo tenemos en fondos, que han caído de media más de un 5,4%, el 42% en acciones, que han bajado un 2,2%, un 3% en opciones que han aportado un 1,5% de rentabilidad a la cartera y el resto en caja. Con lo que la rentabilidad negativa del mes ha sido explicada,

principalmente, por los fondos. Destacar que 7 de las 10 mayores posiciones en acciones ha logrado retornos positivos en el mes, destacando las tres mayores Grifols +2%, Atalaya Mining + 4% y Nestlé +2.6%.

Empresa del mes: Novo Nordisk

Precio: 435,10 DKK (30 abril de 2025)
Capitalización: 1.965 Bill de DKK[1] (295.000 Mill de USD)
Deuda Neta ajustada: 76 Bill de DKK
PER ajustado (25): 16.5x

"Azúuucar" solía gritar Celia Cruz en sus canciones, pero si uno lo aplica en exceso en su vida puede desarrollar diabetes de tipo 2. Este tipo se desarrolla lentamente con el tiempo y una persona tiene mayor probabilidad de desarrollarla si no se mantiene físicamente y tiene sobrepeso u obesidad. Vida más sedentaria y peor dieta, ha implicado que se haya pasado de 382 millones de personas con diabetes en 2013 a 537 en 2021 y se espera que se alcance 643 en 2030. Según Diabetes Atlas, en 2045, 1 de cada 8 personas será diabética.

Una persona diabética presenta resistencia a la insulina, con lo que la glucosa no entra en las células musculares con el fin de ser almacenado como fuente de energía. De aquí que uno de los síntomas sea la fatiga. Como el azúcar no es utilizado, se queda en la sangre. Para poder mantenerlo en rangos normales, el páncreas debe generar más insulina, pero llega un momento en que no puede producir suficiente y de aquí que la persona deba inyectársela. Como curiosidad, no puede ser administrada oralmente porque los ácidos gástricos la destruirían.

Esta característica, y la búsqueda de alternativas a la inyección de insulina, dio como resultado el uso de agonista GLP-1 (Glucagon-Like Peptide-1). Agonista porque es un medicamento que imita la acción del ligando de la señal al unirse a un receptor y activarlo, y GLP1 porque es una hormona que se produce naturalmente en el intestino. Esta hormona estimula la liberación de insulina de manera dependiente de la glucosa (es decir, solo cuando los niveles de azúcar en sangre son elevados), disminuye la liberación de glucagón (que normalmente aumenta el azúcar en sangre) y retrasa el vaciamiento gástrico, lo que ayuda a reducir el apetito.

Y claro está, si se reduce el apetito, se reduce el peso. De aquí que la hormona GLP-1 haya abierto un camino a los fármacos contra la obesidad. La primera farmacéutica en lanzar un medicamento con esta hormona fue Eli Lilly, en 2005, con Byetta, seguida en 2009 por Novo Nordisk con Victoza.

Pero vayamos a la empresa que nos interesa: Novo Nordisk.

Novo Nordisk, es una empresa farmacéutica danesa fundada en 1923, líder indiscutible en el mercado de la insulina con una cuota de mercado del 50%, seguida de Sanofi, con un 20% y de

[1] Billones americanos, lo que equivale a miles de millones

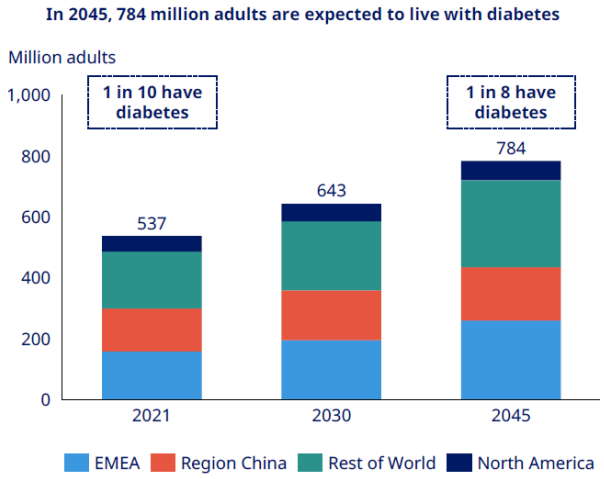
Eli Lilly, con un 15%. Se agrupa en 3 segmentos: Diabetes (72% ventas), obesidad (22%), enfermedades raras- hemofilia (6%).

Diabetes

El mercado es oligopolio debido a que la insulina es una proteína compleja, necesita de unos altísimos estándares de pureza y de una alta inversión en infraestructura que implica que las insulinas biosimilares (copias) no sean competitivas.

El número de personas diabéticas no ha parado de aumentar y se espera que aumente en los próximos años, en especial diabetes de tipo 2 que va relacionada con los hábitos alimentarios. Justo este grupo, tiene una esperanza de vida 8 años menor, un 30% más de probabilidad de padecer problemas cardiovasculares y un 40% más de probabilidad de padecer problemas de riñón[2], con lo que el pronto diagnóstico y tratamiento ha permitido, y permitirá, crecimientos del 8/9% anual en las ventas de medicamentos para la diabetes.

Añadir que, los nuevos fármacos basados en GLP-1 para combatir la diabetes han permitido, también, la reducción de peso y con ella, la reducción de las dolencias anteriormente mencionadas.



Obesidad

La Organización Mundial de la Salud (OMS) define la obesidad como tener un índice de masa corporal (IMC) igual o superior a 30. Según esta organización, este grupo de población se ha duplicado en adultos y cuatriplicado en adolescentes desde 1990. En 2024, una de cada ocho personas en el mundo era obesa, llegando a casi 1.000 millones de personas. Si miramos la población con sobrepeso, es decir, un IMC igual o superior a 27, la cifra aumenta a 2.500 millones de personas en el mundo. Para poner un ejemplo, el IMC medio de EEUU es de 28.8, el de México 28.1, el de España del 26.7 y el de Alemania de 26.3.

[2] Costntino, F. et all 2020.

En 2021, Novo Nordisk lanzó Wegovy en EEUU y en 2022 en Europa. Este fármaco, basado en GLP-1, permitía reducir el peso en un 15% en 68 semanas. A pesar que ya existían en el mercado varios fármacos, ninguno tenía la eficacia de reducir tanto el peso.

Tal fue el éxito que entre 2020 y 2024 las ventas de Novo Nordisk crecieron un 130% (de 127.000 a 290.000 millones de coronas danesas), los beneficios netos un 140% (de 42.000 a 101.000 millones de coronas danesas) y la cotización de la acción un 190% (de 213 a 624 corondas), incluso llegó a 1.000 coronas en junio de 2024.

A finales de 2023, Eli Lilly lanzó Zepbound en EEUU, el competidor de Wegovy, con una eficacia parecida (pérdida del 15.7% de peso en 72 semanas) y en mayo de 2025 se espera que se apruebe en Europa.

Las ventas de estos fármacos GLP-1, más lo que están en desarrollo, espera que aumenten un 20% anual en el período 2023-2030 hasta alanzar los 100/130 millones de dólares.

Por ahora, las dos únicas empresas que están posicionadas en este segmento son Novo Nordisk y Eli Lilly, con un crecimiento anual en ventas relativamente parecido, un 14% y 17% respectivamente, unos márgenes operativos parecidos, un 46% y 40% respectivamente y con muy poca deuda.

	Novo Nordisk	Eli Lilly
Precio (a 30 abril 2025)	435.95 USD	898.95 USD
Capitalización (mill. USD)	304.000	852.000
Deuda Neta ("")	10.000	35.000
Ventas 2024 ("")	42.000	45.000
Ventas 2029 ("") (Bloomberg)	81.000	100.700
Crecimiento anual ventas	14%	17%
Margen operativo 2025	46%	40%
PER (2025)	16.5x	38.5x

Pero con un precio por metro cuadrado de beneficio, o PER, mucho menor en Novo. Un 16.5x para Novo y un 38.5x para Lilly, con una expectativa de crecimiento parecida. El motivo es que Novo ha sufrido una caída de la cotización de casi el 50% en el último año, mientras Lilly ha subido un 7% en el mismo período.

Motivos

Hay varios motivos y vamos a analizarlos.

a) Aumento de la competencia.
   Roche, Zealand Pharma, Boehginer Ingelheim, Amgen, Pfizer, Viking Therapeutics, entre otros, están investigando con GLP-1 cuyos candidatos están en distintas fases.
   No obstante, si el mercado se preocupase de la competencia, ambas empresas cotizarían con una ratio muy baja dado su potencial de crecimiento, y no es el caso.
b) Problemas de producción de Novo Nordisk.
   Cierto es que Novo Nordisk ha tenido problemas de producción dada la fuerte demanda de sus productos en EEUU. Esto ha obligado al regulador (la FDA) a permitir empresas de

compuestos la producción de Semaglutida, la molécula que imita la acción de GLP-1, ya que Novo Nordisk no daba abasto. Esto provocó dos cosas. La primera que las ventas de la empresa no se aprovecharan de todo el incremento de demanda, y segunda permitió a Lilly rascar cuota de mercado que estaba dejando Novo. Ya que el producto de Lilly no tuvo el mismo problema que el de su competidor.

Este problema puede hacer que las ventas para este 2025 no sean ten elevadas como el mercado espera.

No obstante, esta situación se ha solucionado y ya no se permite a las empresas de compuestos producir Semaglutida. Con lo que las ventas no satisfechas este año, se realizarán en los próximos.

c) Novo ya no venderá productos de obesidad

La presentación de los resultados de fase III de CagriSema, un nuevo fármaco contra obesidad, no alcanzó las expectativas de bajada del 25% de peso. En su lugar se quedó en un 22.7% en 68 semanas. El mercado interpretó que Eli Lilly tenía mejor cartera de desarrollo (*pipeline*) lo que haría que los pacientes dejaran de comprar productos de Novo.

No obstante, el homólogo de CagriSema en Lilly se llama Zepboud, cuyos resultados son algo peores, con una reducción del 21% en 72 semanas.

d) Nuevos fármacos de Eli Lilly

Aunque el homólogo de CagriSema sea Zepbound cuyos resultados son similares, Eli Lilly tiene en fase III de desarrollo Retatritude, cuya comercialización se espera para 2027. Este fármaco es prometedor al reducir 17% de peso en 24 semanas y un 24.2% en 48 semanas.

No obstante, Retatritude es un fármaco completamente distinto a CagriSema, al ser un agonista triple (usa tres hormonas) versus CagriSema o Zepbound que son agonistas duales. Para poder comparar Retatritude hay que comprara los resultados del producto de Novo, Tri-Agostins (UBT 251) cuyos resultados, por ahora, son mejores, con un 15% de bajada de peso en 12 semanas. El problema para Novo es que Lilly lo tiene en última fase de desarrollo (Fase III) y Novo en la primera (fase I).

Pero esto no marca tal diferencia.

e) Fármaco oral de Eli Lilly

En abril de 2025 se presentaron los resultados del fármaco oral Orfogilpron de Eli Lilly, con una reducción de peso del 7.9% en 40 semanas cuya comercialización se espera para finales de 2025. Mientras que le fármaco oral de Novo se espera para 2026.

Por lo tanto, podemos concluir que el mercado ha interpretado que Novo Nordisk no tiene buen catálogo de candidatos (*pipeline*) lo que permitirá a Eli Lilly quedarse con todo el mercado. Es decir, el múltiplo PER de Novo es bajo aunque el crecimiento esperado sea alto, porque el mercado no se cree tal crecimiento.

No obstante, dicha conclusión no es del todo cierta por los siguientes motivos

a) Pipeline de Novo Nordisk

   Cierto es que los productos que está desarrollando Eli Lilly se espera que alcancen la comercialización antes que los de Novo. Pero estamos hablando de trimestres de diferencia.

   Además, Novo Nordisk está investigando en Amycretin oral que se espera comercializar en 2028 con unos resultados de bajada de peso del 13% en 13 semanas. Esta cantidad, en tan poco tiempo, abre el mercado a la gente que quiere bajar de peso por estética y no por salud. Abre la puerta a los 2.500 millones de personas con sobrepeso que quieran hacer la "operación bikini" en 3 meses. O, visto de otro modo, tan eficaz como el fármaco de Lilly, Retatritude pero en mucho menos tiempo.

b) Nuevas dianas terapéuticas

   Novo Nordisk no tan solo se está centrando en fármacos contra la obesidad, también está abriendo líneas de investigación para desarrollar fármacos que permitan mejoras cardiovasculares, mejora en riñón, hígado, reducción de la dependencia, tanto de drogras como de alcohol, mejora de la apnea del sueño, así como mejoras en el desarrollo del Alzehimer.

c) El ganador no se lleva todo

   El sector no tiene la característica que el ganador se lo lleva todo. Es tan grande el mercado que es extremadamente caro poder abastecerlo una empresa solo, siempre habrá espacio para una segunda, tercera… empresa en el sector.

Conclusión

El valor actual de Novo Nordisk está descontando no crecimiento de la empresa en los próximos años. Con un valor de 2.000 billones de coronas danesas (304.000 millones de dólares), se espera que genere un flujo de caja libre de unos 137 billones de coronas para 2025. Esto equivale a obtener una rentabilidad del 6.5% anual, o un 32% en 5 años tan solo por los flujos de caja.

Pero si miramos los crecimientos en diabéticos a escala mundial, podemos concluir que las ventas pueden pasar de 113 billones de coronas en 2021 a 223 billones en 2028 (en 2024 fue de 206 billones).

Por su parte, si se asume que de los 890 millones de obesos en el mundo tan solo se tratan anualmente el 4% (36 millones de personas), cuyo coste mensual es de 250$ (vs los casi 500$ de hoy día). Nos da un mercado aproximado de unos 106.800 millones de dólares (parecido a las conclusiones de diversas casas de análisis). Asumimos entonces que Novo logre una cuota del 30%, esto serían unas ventas de unos 32.000 millones de dólares (o 214 billones de coronas).

Si tenemos todo en cuenta, las ventas podrían pasar de 290 billones de coronas en 2024 a más de 450 billones en 2028 y el beneficio de 100 billones en 2024 a 165 billones en 2028. Lo que equivale a un PER de 12x usando los beneficios de 2028.

Entonces, aplicando un PER igual al actual (16x) a los beneficios de 2028, la empresa debería valer un 30% más. Si a esto le añadimos los flujos de caja de los 4 años, un 30% más; nos da como resultado una valoración un 60% superior al valor actual.

"La mente nunca se agota, nunca teme y nunca se arrepiente de aprender" Leonardo da Vinci.

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. ***"***