

El caso actual de las small caps

NOTA DEL EDITOR: El siguiente texto es obtenido de una carta semestral a los inversores de Buy & Hold Gestión de Activos.

* * *

En lo que respecta a la renta variable, la brecha entre la valoración de los valores de pequeña y mediana capitalización y los grandes valores estadounidenses no ha hecho más que aumentar en los últimos doce meses. También lo ha hecho la diferencia de valoración entre Europa y EEUU, incluso en empresas europeas de gran calidad y tamaño.

Muchos inversores se sentirán cansados después de tantos años de malos resultados en bolsa de las acciones de valores pequeños, pero es posible que estemos **al borde de un cambio en sentimiento**, como ocurrió a principios de la década de los 2000 (fin de la **burbuja de las puntocom**) y en el año 1973 (fin de la burbuja de las **Nifty Fifty**), para dar lugar a muchos años en los que la rentabilidad de las acciones de los valores pequeños fue muy superior a la de los grandes; a pesar de que —en términos generales— los valores de gran capitalización siguieron publicando buenos resultados.

La negatividad que percibimos en el sentimiento hacia los valores de pequeña capitalización es extraordinaria y el **optimismo** hacia los valores de gran capitalización es también sorprendente. Para ilustrar mejor esta brecha, a continuación, vamos a exponer tres ejemplos:

Nagarro

Es una empresa que se dedica a prestar servicios de IT, especialmente relacionados con programación y desarrollo de software para empresas de cualquier sector. En otras palabras, trabaja en un sector muy similar al de Accenture, aunque realmente no es un competidor por ser mucho más pequeña. En nuestra opinión, **el desarrollo de la Inteligencia Artificial (IA) supondrá a medio plazo un impulso a su facturación**, puesto que requerirá nuevos esfuerzos de adaptación y programación para hacer accesibles estos sistemas a sus clientes. De hecho, en los últimos resultados publicados hace un mes, Accenture ya indicó que veía aumentos en los pedidos por esta razón.

Desde la salida a bolsa de Nagarro a finales de 2020, **tanto las ventas como el beneficio por acción se han multiplicado** por más de dos veces hasta ahora, mientras que el precio de la acción está plano. Actualmente cotiza a 18 veces los beneficios de 2024, según las estimaciones de consenso.

El pasado jueves 23 de enero, la tecnológica hizo una comunicación indicando que **había finalizado las conversaciones para una posible compra** por Warburg Pincus; lo cual no era algo sin descontar en el mercado, pues la acción ya había perdido el 20% que subió dos meses antes tras publicarse la noticia del posible interés comprador del fondo de capital riesgo. De otro lado, la cotizada anunció que:

- Las ventas estimadas para este 2025, sin incluir adquisiciones, serían de 1.020-1.080 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 8% frente al ejercicio 2024.
- El margen Ebitda estimado aumentaría hasta un 14,5%-15,5% en 2025, lo que se

traduce en un incremento Ebitda de aproximadamente el 20% respecto al año precedente.

- La compañía destinará 400 millones de euros a recomprar **acciones en los próximos tres años**. Esta cifra es equivalente a un 25% del volumen medio diario negociado en todas y cada una de las sesiones bursátiles de esos tres años (el máximo permitido legalmente), mientras que también supone más de un 35% de su actual capitalización bursátil.

El impacto matemático de esta recompra de acciones, si el precio de la acción no se mueve del nivel actual, sería equivalente a un **aumento del beneficio por acción del 55%** al final del periodo (descontados gastos financieros) y también a una TAE del 16% para los próximos tres años.

Pues bien, el día en el que Nagarro anunció todo esto, el precio por acción subió... únicamente un 2%!

Apple

Uno de los tan comentados '[Siete Magníficos](#)' en el cual el sentimiento inversor es muy positivo. No necesita más presentación. Actualmente cotiza a 37 veces los beneficios de 2024.

A partir de una presentación a mediados del 2024 en la cual la compañía hablaba de los servicios de IA que iba a incorporar en sus **móviles** en los próximos años, el precio de la acción ascendió un 30% aproximadamente hasta el nivel actual, en torno a los 235 dólares. Sin embargo, durante la segunda mitad del año pasado, estas novedades no se tradujeron ni en un incremento significativo de ventas ni de resultados. Es más, debido al **retraso hasta la fecha para incorporar mejoras de IA** en China, las ventas de **iPhone** cayeron en este mercado un 11% en el último trimestre del año y un 1% a nivel global.

Somos conscientes de que se pueden dar muchos argumentos razonables para la diferencia de comportamiento entre ambos valores (Apple y Nagarro) ante noticias positivas o negativas. Por ejemplo, se podría argumentar que, aunque todavía no se haya dado un aumento de ventas en Apple, no significa que esto no vaya a ocurrir en los próximos meses, a medida que se vayan incorporando los esperados servicios de IA en los terminales, etc.

Sin embargo, pensamos que es significativo que, en los últimos cinco años, el beneficio por acción de Apple se haya duplicado, mientras que las ventas tan solo han aumentado un 50% y **el precio de la acción se ha quintuplicado**. También es significativo que uno de los principales accionistas en los últimos diez años, nada menos que don Warren Buffett, ha reducido su posición en este valor en dos terceras partes hasta noviembre del 2024.

NVIDIA y el estallido de la IA... *made in China*

Es otro valor que no necesita presentación, del que ya hablamos [anteriormente](#) y que se disputa con Apple ser la empresa más grande del mundo por capitalización.

Hace pocos días salió la noticia que **DeepSeek**, una compañía de nacionalidad china, había sacado un sistema de lenguaje artificial que aparecía entre los primeros en las plataformas de descargas de EEUU, lo que indica que goza de una calidad similar a los grandes sistemas de **Open AI** o de **Meta**. Lo llamativo es que el coste de desarrollo de DeepSeek parece haber sido muy inferior. Sin entrar en una discusión sobre el coste real del sistema, puesto que hay

mucha información contradictoria sobre este punto, lo que es indiscutible es que el precio al que la china se ofrece a los usuarios de pago es muy inferior a lo que cobran Open AI y otros. Un artículo de *Bussiness Insider* habla de **un precio que es un 96% inferior** al servicio de pago de la estadounidense.

DeepSeek lanza **muchos interrogantes sobre la facturación a medio plazo y la sostenibilidad de los márgenes actuales** de Nvidia. Está claro que mejoras en eficiencia se traducen en mayor uso, en un mayor nivel de aplicaciones basadas en IA y, por tanto, en mayores volúmenes de ventas de unidades de procesamiento gráfico (**GPU**) en el futuro, pero ¿a qué precio? Según el consenso de *Bloomberg*, las ventas estimadas de Nvidia para el año fiscal 2026, que es nuestro año natural 2025, son de 196.000 millones de dólares, con **un margen operativo del 64%** (¡sí, han leído bien!). Además, hay que añadir las inversiones en inmuebles, centros de generación eléctrica, conexiones, cableado...

Fácilmente, podemos hablar de unas inversiones globales en IA de más de 500.000 millones de dólares en este año en curso, **una inversión equivalente a la mitad del PIB español**. ¿Es posible obtener en el futuro buenos retornos sobre el capital cuando se invierten estas cantidades ingentes de dinero y, sobre todo, cuando DeepSeek ha demostrado que se puede hacer todo de modo mucho más barato? Porque, además, hoy en día —dos años después de la aparición del modelo de lenguaje de Open AI—, no existen aplicaciones por la que los usuarios estén **dispuestos a pagar dinero de verdad** que pueda justificar las inversiones que se están haciendo. Y, si los precios unitarios de los GPU de Nvidia se minoran en línea con los nuevos sistemas de DeepSeek, ¿qué pasaría con la facturación y márgenes del gigante americano, por mucho que aumentasen los volúmenes de venta? Reconocemos nuestra ignorancia en el tema, y que podemos equivocarnos en lo que decimos, pero **vemos demasiados riesgos para invertir en una empresa cíclica**, que no está precisamente barata (con un PER 30 para el año natural 2025, según *Bloomberg*) y que ha multiplicado su capitalización bursátil por 10 en los últimos tres años.

Por amor a la brevedad, no vamos a seguir dando argumentos, pero sí que pensamos que actualmente **el mercado de pequeñas y medianas compañías ofrece mejores oportunidades** que muchas de las grandes empresas americanas que han tenido un desempeño extraordinario a lo largo de 2024. Y, de hecho, también opinamos lo mismo en gran medida para el mercado de valores europeos.

Novo Nordisk

La danesa Novo Nordisk se disputa con el conglomerado del lujo LVMH ser la mayor empresa por capitalización europea. Está totalmente especializada en el sector de **tratamiento de la diabetes y la obesidad a nivel mundial**, en el que es el líder indiscutible. Lleva trabajando en esta área en los últimos 100 años, fabricando medicamentos como la **insulina**, que perdieron la patente hace un tiempo inmemorial y, aun así, dado el tamaño ingente de este mercado y la calidad y especialización de sus productos ha sido capaz de multiplicar el beneficio por acción 20 veces en los últimos 18 años, lo que se traduce en una TAE del 20%.

La compañía lanzó hace siete años un medicamento contra la obesidad, la semaglutida —entre cuyos nombres comerciales está el famoso **Ozempic**—, que previamente se había usado de forma muy eficaz contra la diabetes. Desde entonces, sus tasas de crecimiento han sido enormes y se han visto limitadas únicamente por **restricciones en la capacidad de fabricación**. A pesar de eso, el mercado lleva castigando la acción en los últimos doce

meses por miedo a la competencia —especialmente a partir del año 2031, que es cuando vencen las patentes en EEUU y Europa— y también por temor a Tirzepatida, un medicamento comparable desarrollado por Ely Lilly que es marginalmente superior.

Esta posición la construimos, más concretamente, a finales del año pasado; después de la caída de la acción con la presentación de resultados de su nuevo fármaco **CagriSema**. Y solo tras haber seguido el valor desde hace mucho tiempo. El caso de inversión de Novo Nordisk es que con el mercado tan enorme al que se dirige —más de 1.000 millones de personas obesas en el mundo, sin cotar aquellas con sobrepeso, que pueden ser otras tantas—, la clarísima experiencia con que cuenta en este vertical médico y la excelencia técnica de fabricación, no tenemos duda de que los beneficios por acción seguirán aumentando para Novo Nordisk igual que lo han hecho en el pasado, aunque sin duda concorra una mayor competencia en el futuro. Actualmente, cotiza a 20 veces sus beneficios de 2025, lo que supone un multiplicador sustancialmente inferior al de cotizadas como Nvidia, Apple y [Tesla](#), por ejemplo.

[/wcm_restrict]

Miembros, inicien sesión abajo para acceder al contenido restringido.

Username or email address *

Password *

Or log in as follows:

☐ Remember me [Log in](#)

[Lost your password?](#)

¿No eres miembro?

Gracias por tu interés. Ten en cuenta que MOI Global está cerrado para nuevos miembros en este momento. Si deseas unirte a la lista de espera para miembros hispanos, completa el siguiente formulario:

Primer nombre:

Apellido:

Correo electrónico:

Ciudad / Estado / País:

Empresa:

¿Cómo te enteraste de MOI Global? ▼

Si es una referencia, por favor, proporciona el nombre del miembro:

¿Cuál de las siguientes opciones aplica mejor a ti? ▼

¿Cómo esperas agregar valor a la comunidad?

Leave this field empty if you're human: