

Moody's Corporation. Una hidra de dos cabezas

Moody's Corporation, junto a su rival S&P Global (también en cartera), son las dos agencias de rating crediticio más grandes del mundo.

Desde hace más de un siglo, esta empresa ha sido el “lenguaje oculto” con el que se habla de riesgo en los mercados. Un lenguaje que pocos entienden a fondo... y que, curiosamente, todos los agentes de mercado utilizan.

En esta mini tesis de la compañía, desgranaremos su modelo de negocio y entenderemos el importante rol que juega a en el sector financiero global.

The image shows the Moody's logo, which consists of the word "MOODY'S" in a bold, white, sans-serif font, centered on a dark blue rectangular background.

1. Introducción

Moody's Corporation fue fundada en **1909 por John Moody**, quien buscaba ampliar el acceso a la información crediticia y estandarizar la forma en que se evaluaban los riesgos financieros mediante publicaciones sobre bonos ferroviarios.

Aunque su primer intento empresarial fracasó tras la crisis financiera de 1907, relanzó su proyecto con éxito, convirtiéndose en pionero en las calificaciones de crédito.

Durante la **Gran Depresión**, Moody's consolidó su posición cuando en 1936 el gobierno de EE. UU. exigió que los bancos solo pudieran invertir en bonos calificados como de grado de inversión (Investment Grade) por agencias reconocidas, lo que le otorgó una ventaja regulatoria duradera.

Con el tiempo, Moody's fue adquirida por **Dun & Bradstreet en 1962**, pero ambas compañías operaron de forma separada hasta que en **2000 se escindió y comenzó a cotizar en bolsa** bajo el símbolo MCO.

Desde entonces, expandió su presencia global y diversificó su negocio más allá de las calificaciones crediticias al crear **Moody's Analytics**, una división dedicada al análisis de datos financieros. A través de adquisiciones estratégicas, como Bureau van Dijk, REIS y

RMS, la empresa ha evolucionado hasta convertirse en una potencia mundial en información financiera y análisis de riesgo, con más de un siglo de historia en el sector.

Actualmente, y **por culpa de la IA**, este segmento está en **entredicho**, pero descubriremos si es un riesgo real o solo una exageración del mercado.

¿Qué ocurrió en 2008?

Las **agencias de calificación crediticia** desempeñaron un papel importante en la **crisis financiera mundial de 2007/08**.

Para ver y saber bien qué ocurrió exactamente en la crisis del 2008, recomendamos ver la **película “La Gran Apuesta”**. Nos parece una forma muy divertida, aunque no necesariamente sencilla, de ver qué ocurrió para el desastre de Lehman Brothers y el papel que estas dos agencias jugaron en ello.



Las empresas crediticias otorgaron calificaciones **triple A** a complejos productos financieros estructurados que, como sabemos en retrospectiva, **eran de baja calidad**.

Estas calificaciones triple A hicieron posible que muchos fondos del mercado monetario y de pensiones los incluyeran en sus carteras.

Tiempo después, las agencias de calificación se dieron cuenta de su “error” (dicho con cierta ironía) y comenzaron a **rebajar la calificación de esos instrumentos**, provocando **el caos en toda la industria financiera**.

Esto es lo que escribió más tarde la **Comisión de Investigación de la Crisis Financiera (FCIC)** en su informe:

“Los valores relacionados con hipotecas que estaban en el corazón de la crisis no podrían haberse comercializado ni vendido sin su sello de aprobación. Los inversores confiaron en ellos, a menudo a ciegas. En algunos casos, estaban obligados a utilizarlos, o los estándares de capital regulatorio dependían de ellos. Esta crisis no podría haber ocurrido sin las agencias de calificación. Sus calificaciones impulsaron el auge del mercado y sus rebajas en 2007 y 2008 causaron estragos en los mercados y las empresas.”

El comportamiento de las agencias de calificación fue **sin duda irresponsable**, y si terminara la historia aquí, podría pensar que estas empresas finalmente **fracasaron** y que se aprobó una **regulación** para dejar espacio a nuevos competidores y hacerlas responsables de su comportamiento.

Pero estaría equivado.

Estas empresas **no solo sobrevivieron**, sino que **fortalecieron sus posiciones competitivas**.

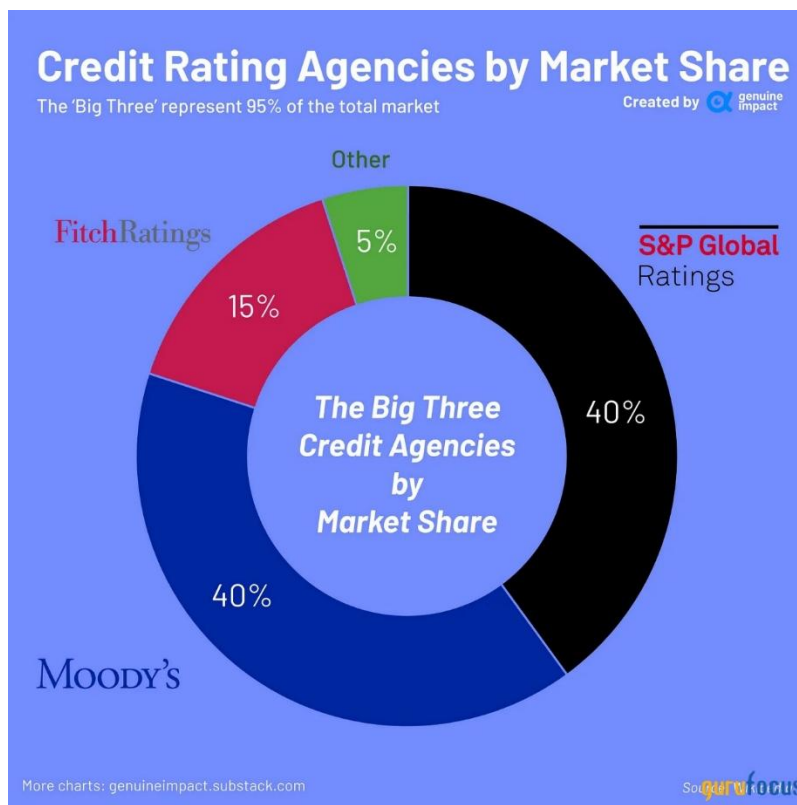
Incluso llegaron al punto de **presionar al gobierno** para que **revocara los cambios regulatorios**.

La ley **Dodd-Frank** pretendía hacer que las CRAs fueran responsables de sus opiniones (lo cual parece lógico), pero las agencias no lo vieron así:

“El cambio legislativo fue revocado rápidamente cuando las Tres Grandes amenazaron con no autorizar el uso de sus calificaciones en prospectos y registros de deuda, lo que causó graves dislocaciones en el mercado.”

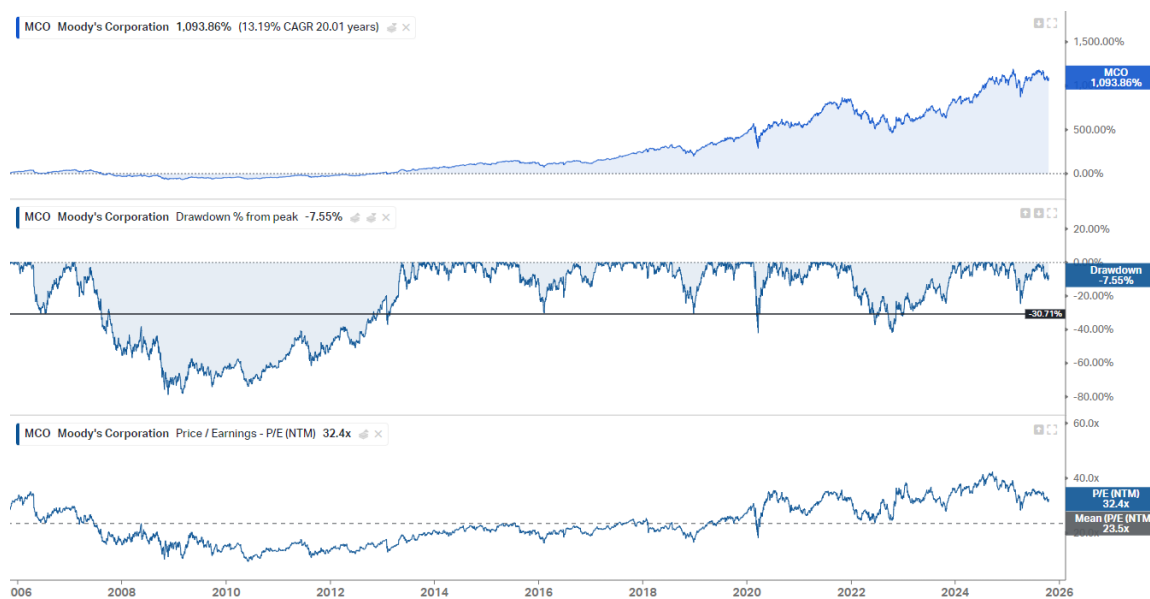
Así que las **Tres Grandes** (Moody's, S&P y Fitch) **sobrevivieron** y **fortalecieron su posición competitiva** tras una recesión que, en gran medida, **fue provocada por ellas mismas**.

En otras palabras, inundaron el mercado de competidores ; hasta alrededor de 10-11 y, 17 años después, las cuotas de mercado siguen siendo las mismas.



En nuestra opinión, esto nos parece **bastante antifrágil** y un ejemplo muy bueno de empresas con **Efecto Lindy**. *(Es la idea de que la vida útil de cosas no perecederas, como libros, ideas o tecnologías, es proporcional a su edad.)*

Si semejante escándalo no acabó con ellas, ¿qué lo hará? Vemos como que la caída fue terrible, del 80%.



Fuente: Koyfin

2. Segmentos del negocio y KPIs

Al contrario que su hermana S&P Global (también en cartera) que cuenta con 4 segmentos de negocio, Moody's solo tiene 2.

1. **Moody's Investors Services (MIS): Ratings** (4.6% CAGR y 54% de las ventas)
2. **Moody's Analytics (MA): software con datos.** (12.7% CAGR y 46% de las ventas)

En esta imagen se aprecia la evolución anual en ventas y beneficios operativos (EBIT) de cada uno de los segmentos, así como sus crecimientos anuales compuestos (CAGRs), su pero sobre las ventas y beneficios operativos de la compañía y por último, el porcentaje de ventas recurrentes total y su distribución geográfica.

Moody's	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
MIS (ratings)	\$2.774	\$2.712	\$2.875	\$3.292	\$3.812	\$2.699	\$2.860	\$3.793	4,6%
MI YoY Growth		-2%	6%	15%	16%	-29%	6%	33%	
MIS % Rev	66%	61%	60%	61%	61%	49%	48%	54%	
MIS EBIT	\$1.646	\$1.657	\$1.745	\$2.053	\$2.474	\$1.488	\$1.660	\$2.394	5,5%
EBIT MARGIN	59%	61%	61%	62%	65%	55%	58%	63%	
MIS % EBIT	82%	78%	76%	77%	80%	64%	64%	70%	
MA (Analytics)	\$1.430	\$1.731	\$1.954	\$2.079	\$2.406	\$2.769	\$3.056	\$3.295	12,7%
MA YoY Growth		21,0%	12,9%	6,4%	15,7%	15,1%	10,4%	7,8%	
MA % Rev	34%	39%	40%	39%	39%	51%	52%	46%	
MA EBIT	\$356	\$460	\$546	\$614	\$627	\$840	\$937	\$1.014	16,1%
EBIT MARGIN	25%	27%	28%	30%	26%	30%	31%	31%	
MA % EBIT	18%	22%	24%	23%	20%	36%	36%	30%	

Recurrence	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Recurring	50%	56%	57%	56%	55%	69%	69%	62%
Transaction	50%	44%	44%	44%	45%	31%	31%	38%

By Region	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
US Rev	56%	52%	53%	55%	54%	52%	52%	54%
Non -US Rev	44%	48%	47%	45%	46%	48%	48%	46%

Fuente: Elaboración propia

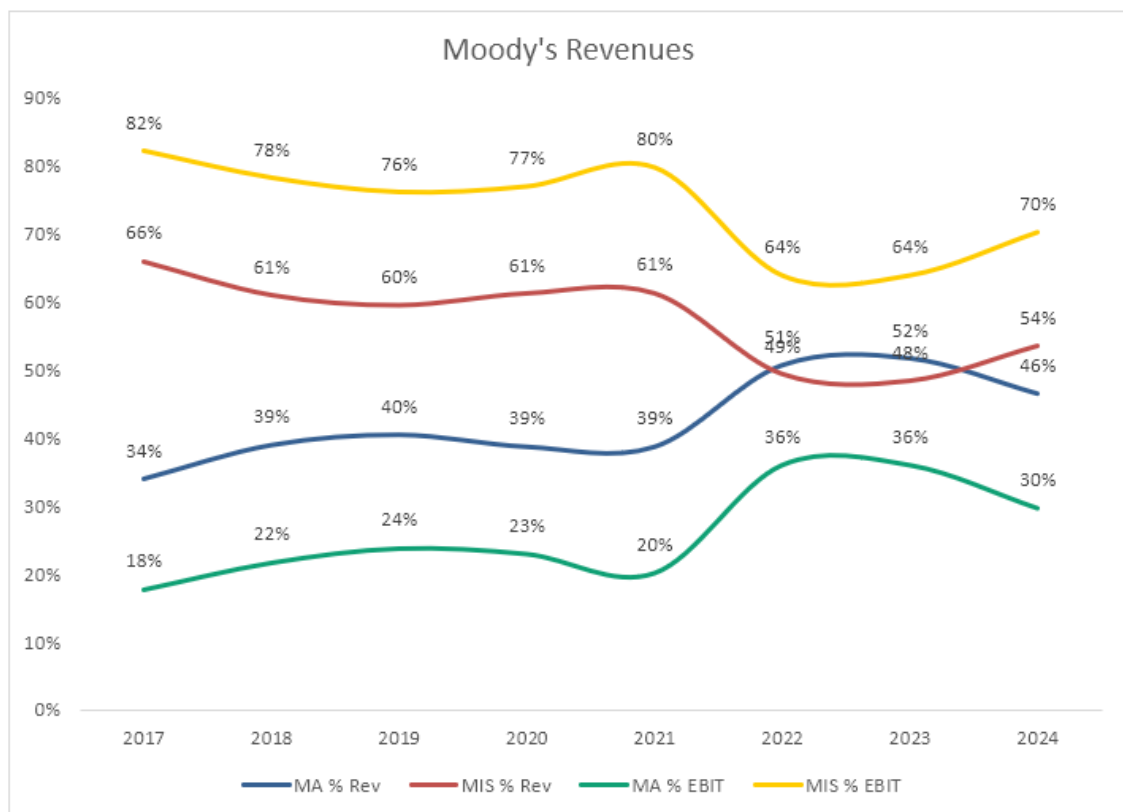
Es bastante interesante ver cómo Moody's ha ido **incrementando** su porcentaje de **ventas recurrentes sobre el total**. Cosas así suelen gustar al mercado, que acaba recompensado con **re-ratings**. Este aumento de ventas recurrentes debería **suavizar las ventas totales de la compañía**, pues, como veremos a continuación, **el segmento de ratings puede ser algo cíclico**.

Hay dos motivos principales que veremos con más detalle luego.

1. **La nula capacidad de reinversión de capital en la parte de Ratings**
2. **Las adquisiciones efectuadas en la parte de Analytics estos últimos años.**

En 2022 se nota un incremento importante en la parte de Analytics, que pasa del 39% al 51% de las ventas. Esto **se debe a una gran adquisición en este segmento**. En la parte de capital allocation veremos cómo han hecho varias de estas en los últimos años.

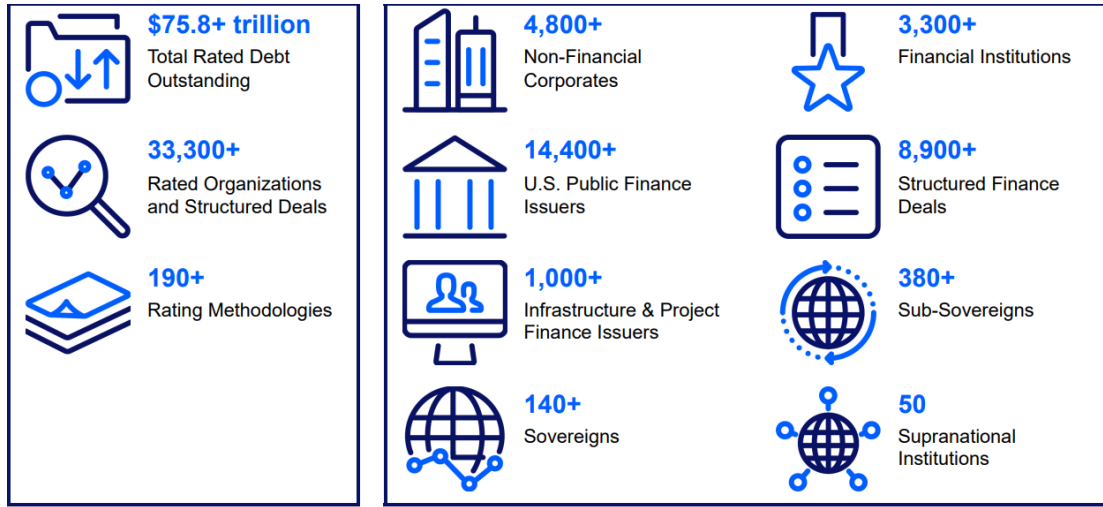
En cualquier caso, el margen EBIT del 70% de MIS vs. el 31% de MA (aunque en expansión también) **hace que los ratings representen el 54% de las ventas, pero el 70% del EBIT**.



Fuente: Elaboración propia

3. Moody's Investors Services (MIS)

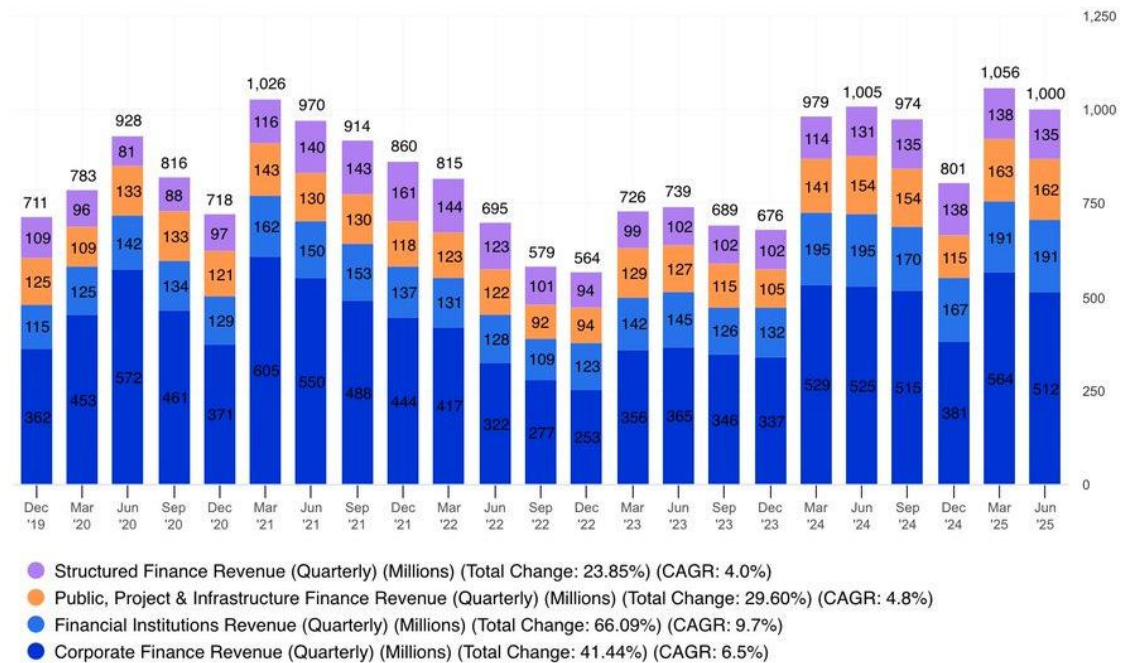
MIS by the Numbers



Fuente: Annual Report

Los ratings de Moody's se dividen en varios tipos según el tipo de emisor, aunque predominan claramente los bonos corporativos (empresas). Más de 33.000 empresas emitieron bonos con Moody's el año pasado.

M Moody's - Investor Services Revenue By Category

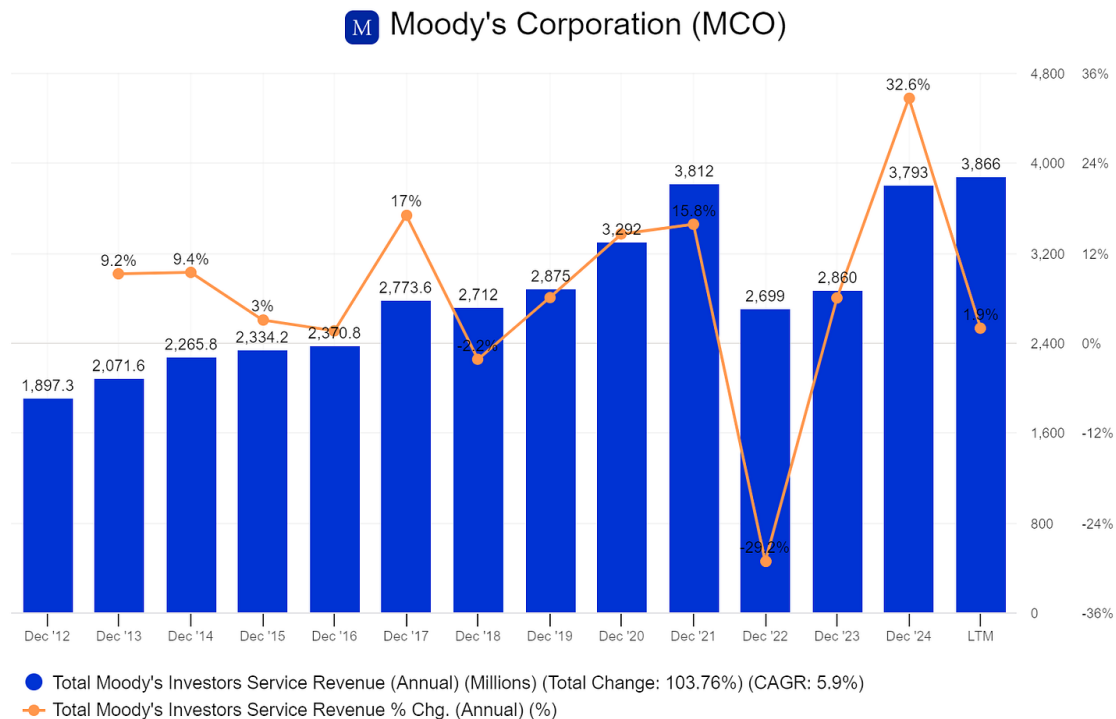


En la foto se ve perfectamente cómo **hasta el trimestre de MAR '25 no se superó el máximo anterior de MAR '21**, cuando los tipos estaban cercanos a 0. Desde 2021 hasta finales de 2022, se ve cómo cada trimestre conseguían menos ventas que en el trimestre anterior, fruto de las caídas en los volúmenes de emisiones, debido a la subida abrupta y masiva de tipos de interés que se vivió en 2022. **Solo con esta foto se ve perfectamente la ciclicidad del segmento.**



Fuente: TradingView 1

Esta ciclicidad también se ve durante periodos de tiempo más largos.



Powered by  Fiscal.ai

En general, la deuda tiende a emitirse en lo que se llaman **“olas de emisión”**, pero toda ola genera una resaca posterior, que veremos en la parte del **“muro de refinanciación”**.

Por otro lado, hay un discurso que dice que esta ola de refinanciación no será tan grande, puesto que los spreads de los bonos High yield (mayor riesgo), respecto a los Investment Grade, están muy bajos respecto a la media de los últimos 10 años: 3.04% vs. 4.18%.

Para quién no sepa qué implicaciones tiene esto, cuánto menor sea el spread de los bonos, mayor apetito por el riesgo hay en el mercado y por tanto, mayores volúmenes de emisión. Estos volúmenes pueden haberse adelantado al muro de refinanciación y por tanto, cabe la posibilidad de que haya un volumen menor los años venideros que, a priori y como ya explicaremos en su sección, deberían ser bastante buenos.

El resumen de este segmento es que es un oligopolio con márgenes del 70 % en un mercado no excluyente.

4. Efecto red de lenguaje

En palabras de Dev Kantesaria, gestor de Akre Capital:

*“Las calificaciones de Moody’s o de S&P — esas calificaciones son como **peajes** en estas industrias. La gente no las utiliza por su precisión predictiva, sino por la **confianza** que inspiran. Hay un nivel de **previsibilidad** que acompaña a sus calificaciones, pero también existe un **efecto de red** asociado a ellas que simplemente no puede reemplazarse. Son sellos de aprobación.”*

Y en realidad, lo que ocurre es que es prácticamente imposible **disrumpir el lenguaje**. Imaginen intentar que los humanos aprendan docenas de idiomas nuevos. Simplemente no tenemos tiempo para eso.

Así que los lenguajes tienden a **fusionarse en dos, tres o cuatro principales**. Pensándolo en esos términos, imagine intentar disrumpir el inglés, el mandarín o el español.

En definitiva, estas empresas se han convertido en **el lenguaje global del negocio de los bonos**. Y lo llaman un **efecto de red de protocolo**, considerándose una de las ventajas competitivas más difíciles de romper.

Los **efectos de red de protocolo** tienden a desarrollarse porque un **mercado de información saturado** sería **bastante ineficiente**, ya que requeriría que todos mantuvieran conocimientos de fondo sobre multitud de métodos analíticos diferentes. **No basta con saber que Baa1 es comparable a BBB+, se tendría que hacer eso con unas quince más. No va a ocurrir.**

No	S&P	Moody's	Fitch	Meaning and Color
1	AAA	Aaa	AAA	Prime
2	AA+	Aa1	AA+	High Grade
3	AA	Aa2	AA	
4	AA-	Aa3	AA	
5	A+	A1	A+	Upper Medium Grade
6	A	A2	A	
7	A-	A3	A-	
8	BBB+	Baa1	BBB+	Lower Medium Grade
9	BBB	Baa2	BBB	
10	BBB-	Baa3	BBB-	
11	BB+	Ba1	BB+	Non Investment Grade Speculative
12	BB	Ba2	BB	
13	BB-	Ba3	BB-	
14	B+	B1	B+	Highly Speculative
15	B	B2	B	
16	B-	B3	B-	
17	CCC+	Caa1	CCC+	Substantial Risks
18	CCC	Caa2	CCC	Extremely Speculative

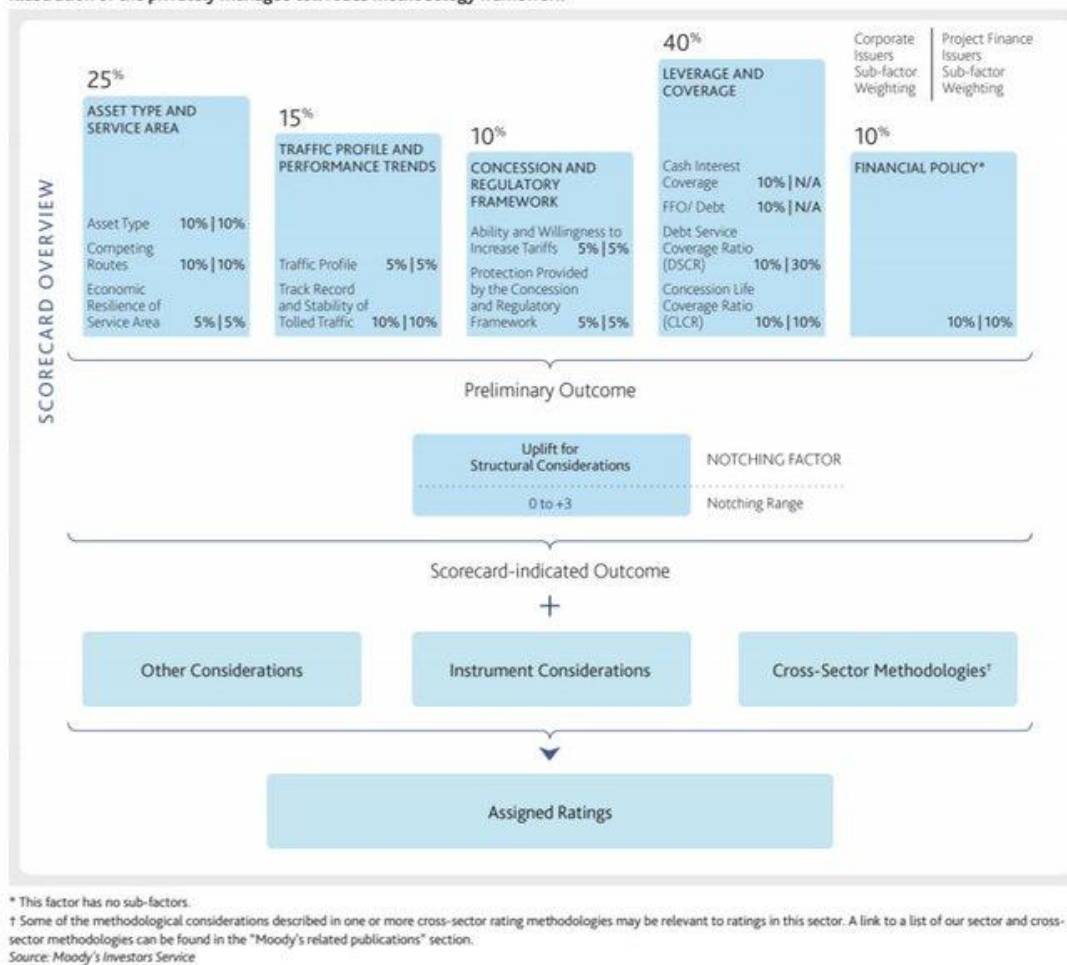
Fuente: Research Gate

Lo importante es que este **lenguaje se da a nivel global**, no solo a nivel local, lo que lo convierte en lo que quizás es **la ventaja competitiva definitiva**. Aunque la agencia de calificación nacional de un país puede tener valor para sus bonos domésticos, una calificación otorgada por una de las **“Big Three”** (las tres grandes agencias globales) es **fundamental para un valor comercializado a nivel internacional**.

Además, muchísimas empresas utilizan dos ratings distintos (uno de cada empresa), lo que hace que **el mercado sea no excluyente**.

Así es como se construye un rating, pero no prestaremos mucha atención a esto.

Exhibit 1
Illustration of the privately managed toll roads methodology framework



5. Ratio de Robustez

El ratio de robustez es el poder de fijación de precios todavía sin explotar sobre el cliente.

Casi el 90% de toda la deuda del mundo está calificada por Moody's y S&P.

Si una emisión utiliza otro proveedor, normalmente el emisor acaba pagando **unos 50 puntos básicos más en su tipo de interés. Así que realmente no hay manera de competir a la baja con S&P y Moody's**

En palabras de Emérito Quintana, asesor del fondo Numantia Patrimonio, en una de sus cartas anuales a los accionistas, nos pone un ejemplo que la propia Moody's solía compartir.

"Si uno quiere emitir un bono debe conseguir un rating de una agencia de crédito. Se calcula que con un rating de Moody's, los intereses que se exigen a los bonos se reducen,

pudiendo ahorrar 15 millones en una emisión de 500 millones a 10 años. Ese es el valor del rating para el cliente. Estas dos agencias cobran entre 7.000\$ y 495.000\$ por rating, dependiendo del sector, el tamaño y la complejidad, de los cuales la mitad se convierte en beneficio operativo (márgenes cercanos al 50%). La relación beneficio/coste para el cliente es muy elevada.

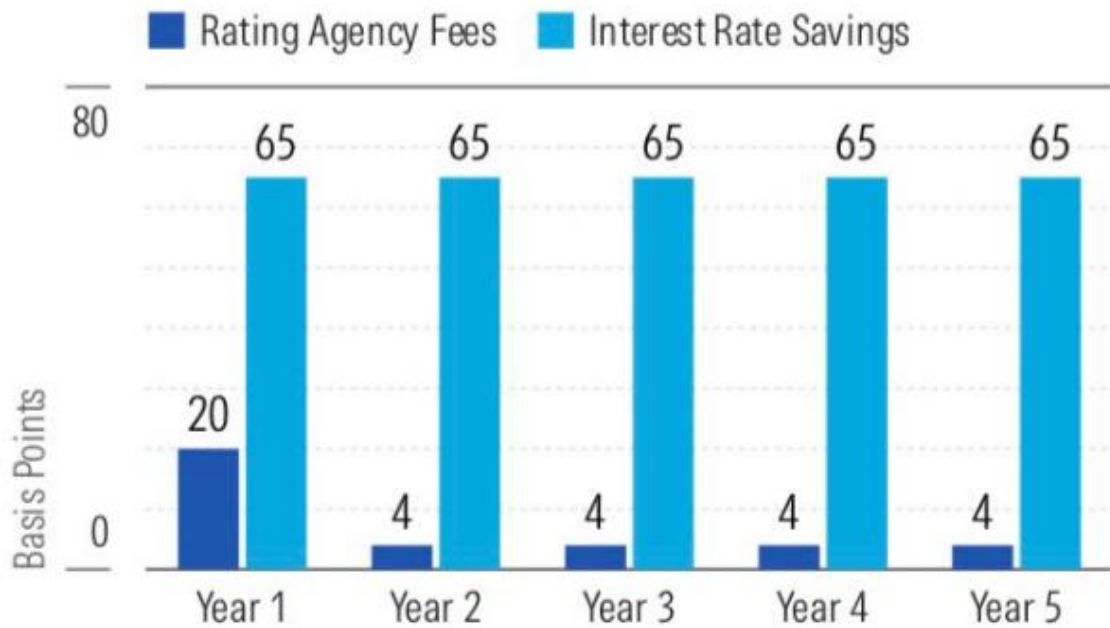
Aunque los datos son difíciles de conseguir, podemos encontrar ejemplos concretos: en 2011 la ciudad de Connecticut pagó a S&P y Moody's unas comisiones de \$31.700 para conseguir el rating de una emisión de bonos por valor de \$45 millones, es decir, un 0,07% sobre el nominal. Si el beneficio en ahorro de intereses es del 3% del nominal, el poder de negociación sin explotar es muy muy alto."

Illustrative Value of a Moody's Rating

Example: 10 year \$500 million corporate bond		
Unrated		Rated by Moody's
\$500,000,000	Bond	\$500,000,000
x 4.3%	Interest rate	x 4.0%
= \$21,500,000	Annual interest payments	= \$20,000,000
x 10 years	Tenor	x 10 years
= \$215,000,000	Lifetime interest expense	= \$200,000,000
\$15 million in total interest expense vs. lifetime cost of a rating		

En esta imagen se ve bien ese ratio de robustez. Lo que se ahorran los emisores en azul claro y lo que **cobra Moody's al originar y posteriormente mantener el crédito**. Se sabe que los **bonos corporativos tienen una tarifa mínima** de \$145.000 vs. \$140.000 del año pasado (esto al menos en el caso de SPGI). De ahí, en parte, la primera barrita azul oscura mayor.

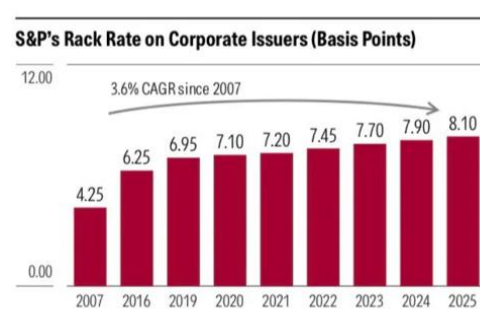
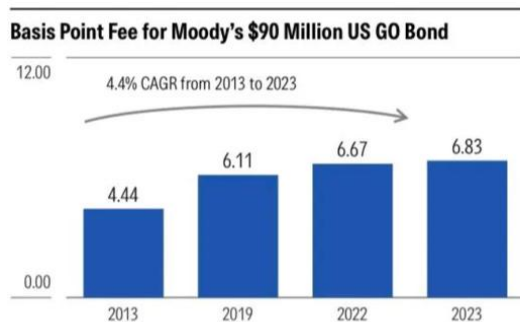
Interest Rate Savings vs. Ratings Fees (in Basis Points)



Fuente: Morningstar

Esto le da a Moody's un poder de fijación de precios grandes. Las agencias de calificación han aumentado sus tarifas típicamente en un 3%–4% por año.

Existen otras formas en que las agencias de calificación pueden **ajustar su rentabilidad o precios**, por ejemplo, **modificando las tarifas de monitoreo o supervisión crediticia**, o **cambiando las condiciones de sus programas frecuentes para emisores**.



Fuente: Morningstar

En definitiva: Obtener una calificación crediticia de una agencia líder como Moody's **reduce significativamente el coste de financiación** para el emisor de bonos.

Normalmente, una buena calificación puede **ahorrar entre 30 y 65 puntos básicos en intereses al año**, mientras que el coste de obtener la calificación ronda solo **8 puntos**

básicos, una cifra muy inferior a otros gastos asociados a la emisión (como las comisiones de colocación o los honorarios legales, que suman entre 50 y 100 puntos básicos).

Los oligopolios, al final, es lo que tienen: cuentan con un poder de fijación de precios muy grande todavía sin explotar.

6. El muro de refinanciación

Si ya hemos visto qué es el segmento y cuáles son sus ventajas competitivas, es hora de saber cuáles son sus vientos de cola.

Esto es algo que estas compañías llevan insistiendo varios años.

El **ciclo de refinanciación de deuda** aparece cuando muchas empresas o gobiernos tienen que devolver o renovar grandes cantidades de deuda al mismo tiempo. Esto sucede porque **suelen endeudarse en los mismos periodos**, por ejemplo, cuando los tipos de interés son bajos y con plazos parecidos.

Años después, todas esas deudas vencen juntas, formando lo que se conoce como un **“muro de vencimientos”**. En esencia, es un momento del mercado en el que se concentra la necesidad de refinanciar enormes volúmenes de deuda a la vez.

Entre **2026 y 2028** se concentra una enorme cantidad de deuda que vence al mismo tiempo, el llamado **muro de vencimientos**. Esto ocurre porque durante los años de **dinero barato (2016–2021)**, muchas empresas aprovecharon los **tipos de interés cercanos a cero** para endeudarse en grandes cantidades, normalmente a **plazos de 5 a 10 años**.

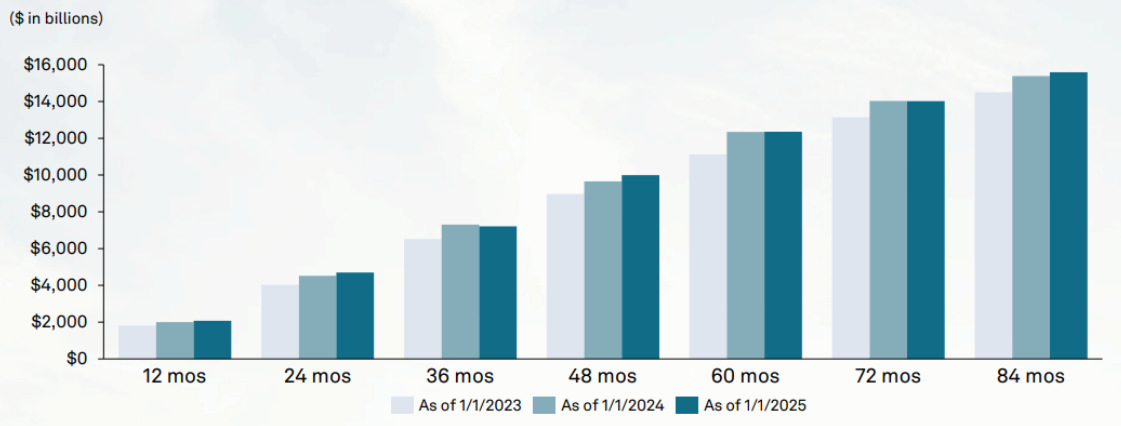
Ahora, esa deuda emitida en plena era de liquidez fácil llega a su vencimiento en un entorno completamente distinto: **tipos de interés altos y crédito más restringido**, lo que complica su refinanciación. Como ya hemos visto, **tener un rating de estas dos agencias puede suponer el ahorro de muchos millones en pagos de intereses**.

Encontramos algunas diferencias a nivel geográfico, pero se pueden resumir en esto: los mercados más bancarizados enfrentan antes la renovación de sus deudas (por la menor duración promedio de los créditos), mientras que en EE.UU. la refinanciación masiva llega algo después, dado que muchas firmas emitieron bonos a mayor plazo.

A esto hay que sumarle los 33T\$ de deuda soberana que se calculó que se deberán refinanciar, fruto de toda la deuda emitida para absorber la impresión monetaria de la pandemia.

Más de \$8T de deuda rateada por [SPGI](#) se tendrá que refinanciar en 2026 y ~\$15T hasta 2028. Además, vemos cómo estas expectativas se han ido revisando al alza todos los años.

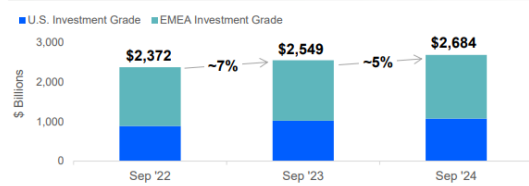
Total debt maturing over the next...



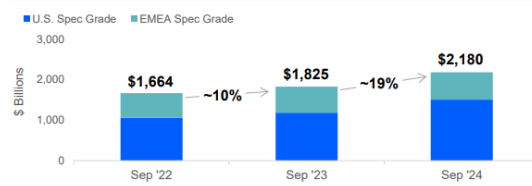
Moody's nos ofrece una información similar

Overview of recent refunding wall studies^{1,2}

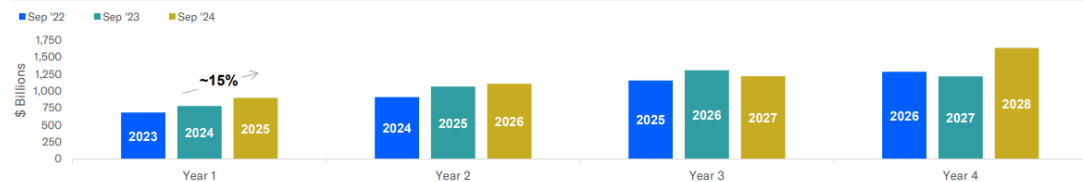
INVESTMENT GRADE 4-YEAR REFUNDING WALL STUDIES



SPECULATIVE GRADE 4-YEAR REFUNDING WALL STUDIES



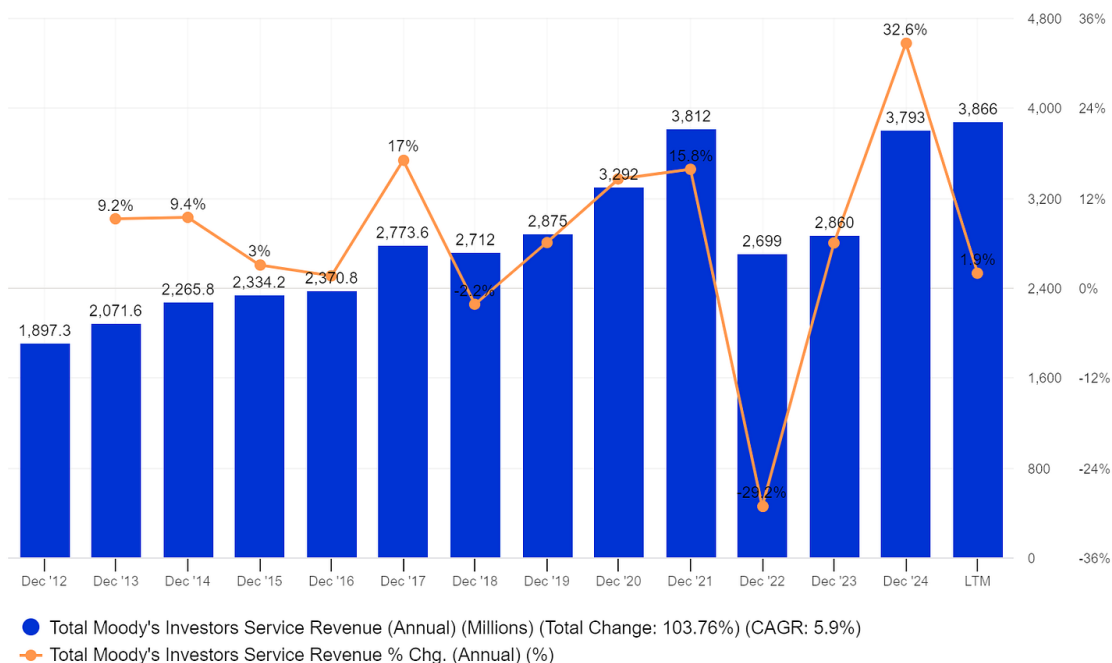
COMBINED REFUNDING WALLS BY YEAR



¹. Totals may not sum to total due to rounding.
². Amounts reflect Moody's-rated U.S. non-financial corporate bond and loan maturities as defined in Moody's refunding needs reports (2022-2024), excludes unrated debt, REITs and public utilities. Amounts also reflect Moody's-rated and unrated EMEA non-financial corporate and infrastructure bond and loan maturities as defined in Moody's refunding needs reports (2022-2024).

Si bien no creemos que exista una cifra concreta del todo, lo que está claro es que el tema de la refinanciación es una realidad que debería seguir apoyando el crecimiento del segmento de Ratings de ambas compañías durante los próximos años.

M Moody's Corporation (MCO)



Powered by  Fiscal.ai

Si a estos volúmenes les sumamos la palanca de precios, deberíamos tener un crecimiento de dígito medio alto en este segmento y unos retornos de doble dígito en sus beneficios operativos.

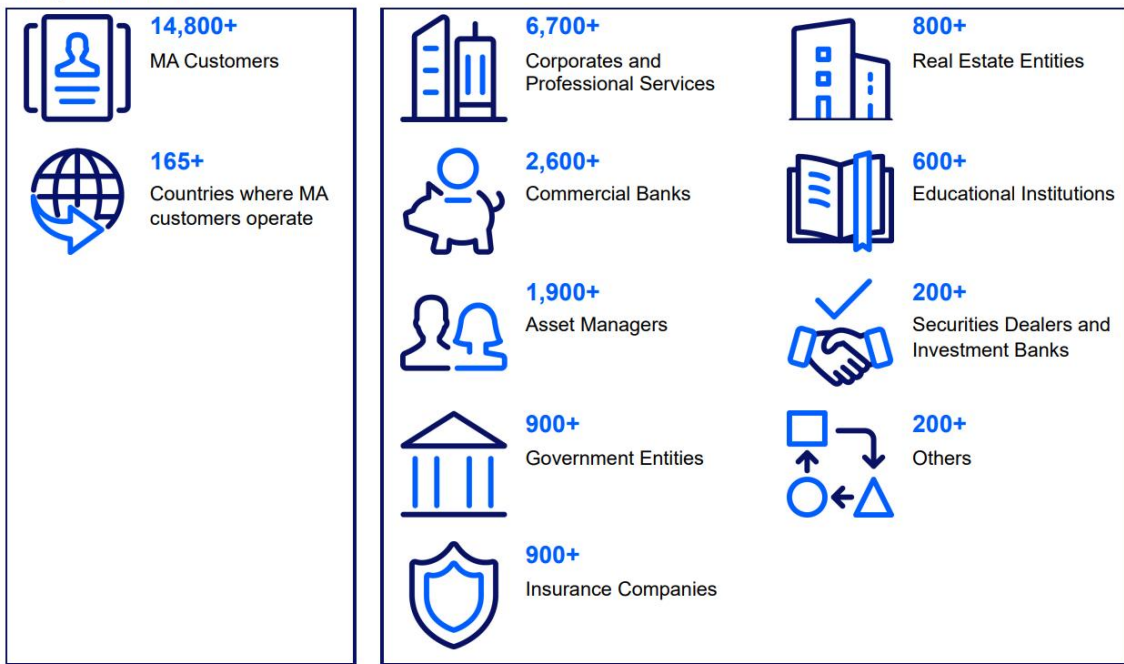
Entre los **vientos de cola** se incluyen:

- una **disminución en la tasa de impago de grado especulativo**,
- los **spreads en mínimos históricos** junto con expectativas de **tipos de interés más bajos**,
- un **muro de refinanciación de varios billones de dólares** (especialmente en el grado especulativo),
- la **recuperación de las fusiones y adquisiciones (M&A)**,
- un **papel cada vez mayor de las agencias de calificación en el crédito privado**,
- y una **mayor demanda de financiación para la transición**.

7. Moody's Analytics (MA)

Moody's Analytics ofrece una amplia gama de datos y contenidos analíticos relacionados con el riesgo, incluyendo investigación crediticia, calificaciones crediticias cuantitativas, estudios económicos, inteligencia de negocio, herramientas de conocimiento del cliente (*know-your-customer*), datos de bienes raíces comerciales, servicios de formación, ESG y software de gestión de riesgos para instituciones financieras.

MA by the Numbers



Fuente: Annual Report

Este es el segmento de **suscripción** para acceder a todos sus datos y a los análisis relacionados con esos datos. **En torno al 50% de la parte de Analytics parece estar conectada a la parte de ratings** y esto es algo que quizás vuelva este segmento menos vulnerable que el de su compañero S&P Global.

Inversores en deuda buscan análisis para entender riesgos como el crediticio o el de contraparte. Moody's ofrece herramientas que predicen la probabilidad de impago y proporcionan calificaciones en tiempo real, además de alertas tempranas y datos históricos desde los años setenta. **Todo ello permite valorar y fijar con precisión el precio de la deuda.**

Y cuando se habla de que tienen datos propios y que esos datos son valiosos, es precisamente por este tipo de cosas.

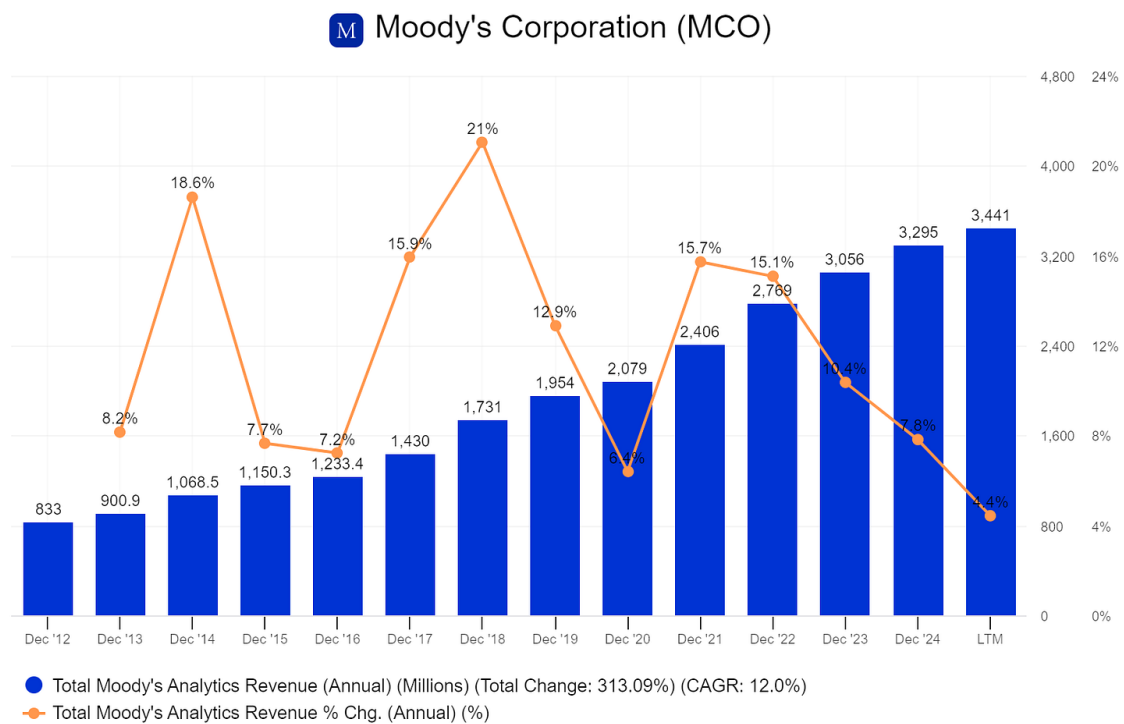
“Agregamos y curamos datos, un término importante, a partir de muchas, muchísimas fuentes distintas. Eso incluye datos históricos. Gran parte de esos datos se eliminan de las bases de datos públicas tras cinco años, por lo que es bastante difícil replicar todos

esos datos. Y hemos visto que eso respalda una amplia gama de casos de uso en la evaluación del riesgo.

*Uno de ellos es nuestra **base de datos Orbis**, que se centra en los **datos de empresas**, lo que consideramos — y ahora utilizo este término — **la base de datos más útil y práctica del mundo sobre empresas**. Algo cercano a **400 millones de entidades públicas y privadas** en esa base de datos.”*

Y es que en algunos casos, estos datos de crédito pueden tener un historial de hasta **100 años, algo irreplicable para cualquier nuevo competidor.**

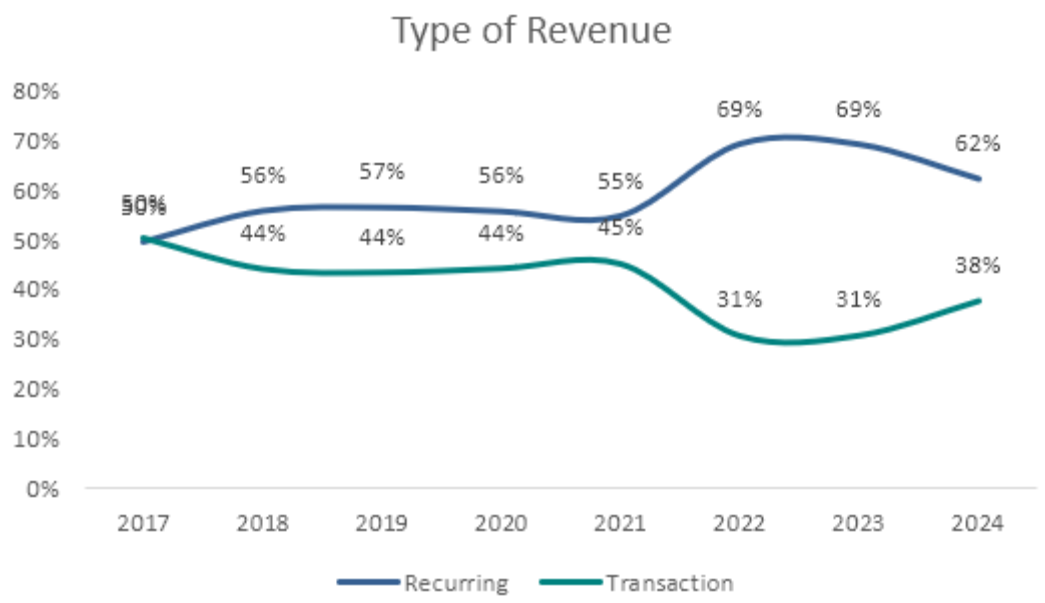
Me recuerda a **Fico**, cuyos ratings son los únicos que existían en la crisis del 2008 y, por tanto, **Vantagescore**, su competencia, no tiene estos datos, haciendo el modelo menos fiable.



Powered by  Fiscal.ai

En cualquier caso, **este es un segmento muchísimo más competido**, que vemos que tiende a crecer por adquisiciones. Las estimaciones aquí son menos fiables, pero deberíamos seguir teniendo una ligera expansión de margen, a la vez que aumenta el porcentaje de ventas recurrentes de la compañía.

La última caída en el porcentaje de ventas recurrentes, fue porque el segmento de ratings (menos recurrente), creció un 33% el año pasado, frente al 7.8% que creció la parte de Analytics.



Fuente: Elaboración propia

8. Impacto de la IA

Este es un punto bastante extenso y en el que seguramente seguiremos aprendiendo en los próximos meses, pero creemos que debería ser el culpable de las caídas que hemos visto en estas acciones durante las últimas semanas, **afectando principalmente al segmento de Analytics (MA)**.

El relato gira en torno a que la IA va a ser capaz de crear multitud de nuevas herramientas capaces de disrumpir el mercado. Pero, si pensamos en que **Moody's tiene una fuente de datos que en algunos casos se puede remontar hasta 100 años atrás, y que en torno a la mitad de este segmento está muy relacionado con el segmento de lo Ratings**, estos miedos no deberían cambiar la tesis a largo plazo, pudiendo crear oportunidades de inversión.

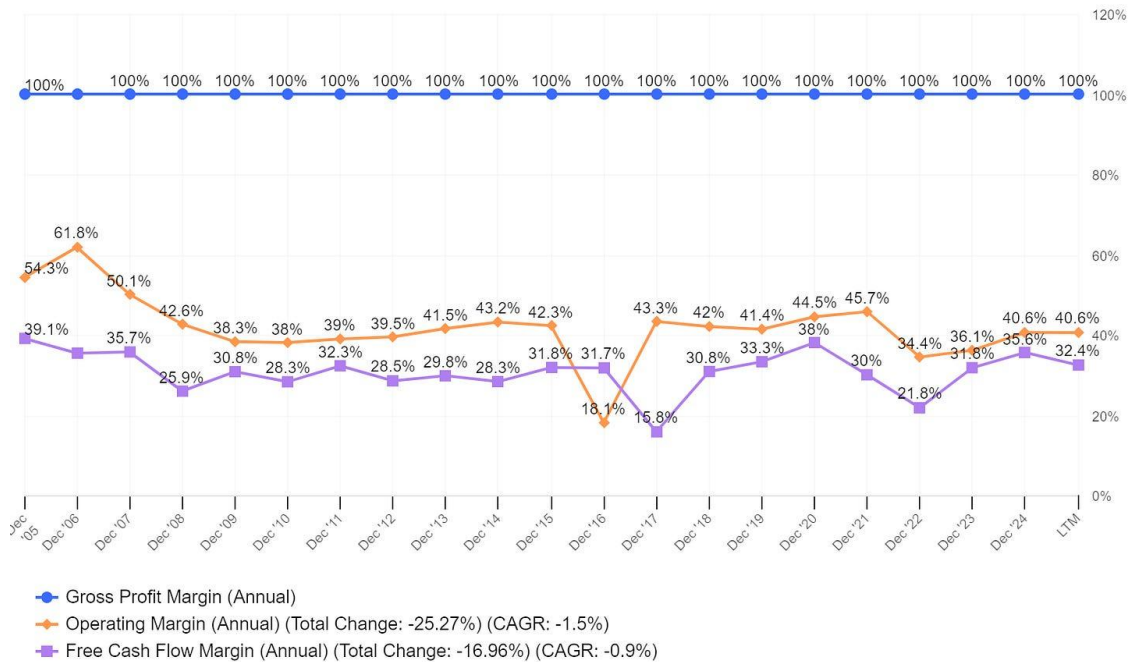
Por otra parte, ya hemos visto los vientos de cola y claras ventajas competitivas en forma de oligopolio que tiene el segmento de ratings...

También podríamos señalar el posible impacto positivo que puede tener la inteligencia artificial en la rentabilidad de estas compañías. **La IA podría reducir de forma considerable los costes laborales, lo que llevaría a una expansión significativa de los márgenes.**

Por ejemplo, tareas que actualmente realizan numerosos analistas podrían automatizarse, permitiendo que estas empresas operen con menos empleados. **Este avance tecnológico podría hacer que los márgenes operativos alcancen entre el 70 % y el 75 % en el futuro.**

A este aumento de los márgenes producido por el posible ahorro de costes, hay que sumarle ese 3%-4% de aumento anual de precios, **gracias al gran ratio de robustez explicado y a la posición monopolística de la industria.**

M Moody's Corporation (MCO)



Powered by  Fiscal.ai

9. Capital Allocation

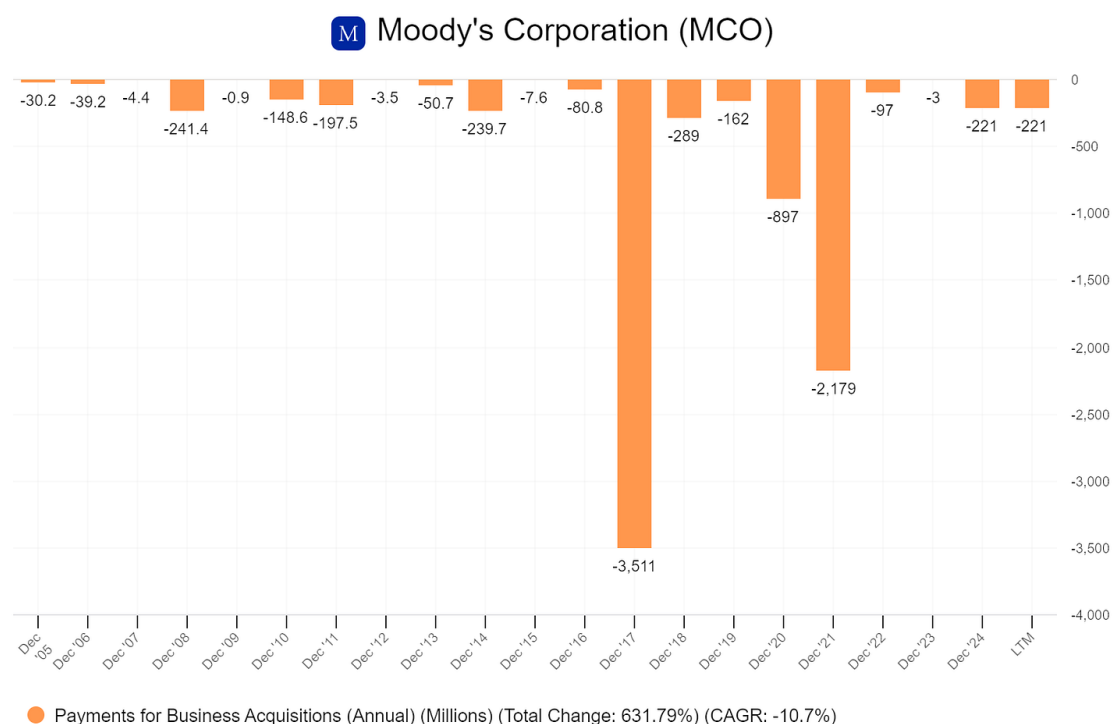
Moody's ha realizado varias adquisiciones a lo largo de las dos últimas décadas.

La primera fue en 2006, cuando amplió sus calificaciones a China adquiriendo un 30% de CCXI, aunque esa participación solo aporta unos 16 millones de dólares a los ingresos.

Para reducir la ciclicidad del negocio de calificaciones, la dirección decidió en 2007-2008 crear **Moody's Analytics**, utilizando los datos del negocio de ratings para construir el modelo de suscripción mencionado antes.

Desde entonces, han ampliado la escala y el alcance de este negocio mediante una serie de adquisiciones. En 2017 compraron **Bureau van Dijk** por unos 3.500 millones de dólares, obteniendo la base de datos **Orbis** con información sobre empresas privadas y operaciones de M&A. En 2018 adquirieron **REIS**, que aporta datos sobre bienes raíces comerciales.

En 2019 incorporaron datos **ESG**, en 2020 compraron una suite **KYC** (conozca a su cliente) y de **prevención de lavado de dinero** por unos 700 millones, y en 2021 realizaron su última gran adquisición: **RMS (Risk Management Solutions)** por unos 2.000 millones, especializada en servicios para la industria de seguros de daños y responsabilidad (P&C).



Powered by  Fiscal.ai

Todas estas adquisiciones están directamente relacionadas con el segmento de Moody's Analytics (MA), aunque, como hemos comentado, **la mitad de este segmento tiene una relación, más o menos directa, con la parte de ratings**, que apenas tiene capacidad de reinversión.

Esto decían en un informe de Morningstar:

*“A grandes rasgos, estimamos que **Moody's Analytics** se divide de forma bastante equilibrada entre **suscripciones de investigación crediticia**, **Bureau van Dijk**, **soluciones de riesgo empresarial** y **otros productos**.*

*Dado que las suscripciones de investigación crediticia se basan en datos procedentes de **Moody's Investors Service**, creemos que la **ventaja competitiva (moat)** de este producto debería reflejarse dentro del segmento **MIS**. ”*

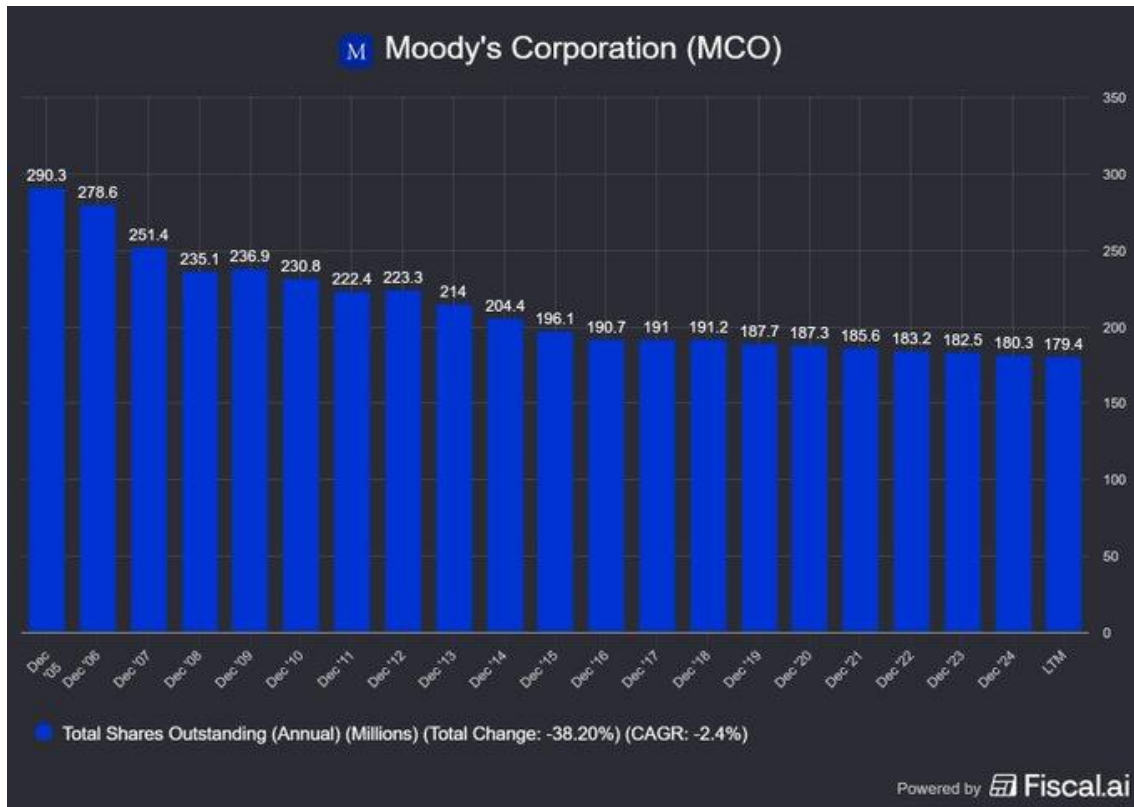
Por otro lado y de manera más bien simbólica, el segmento de ratings tiene estas participaciones: la participación minoritaria en **Malaysian Rating Corp. Berhad** y su adquisición de **Korea Investors Service**.

Si nos fijamos a qué dedica Moody's la gran cantidad de caja (FCF, Free Cash Flow) que genera, tenemos los siguientes datos.

El 46% del FCF ha ido a recompras y el 26% a dividendos. Tampoco son los mejores recomprando, aunque sí han tenido momentos buenos, pero no hay un patrón de excelencia como sí existe en otras compañías de nuestra cartera.



Fuente: Koyfin



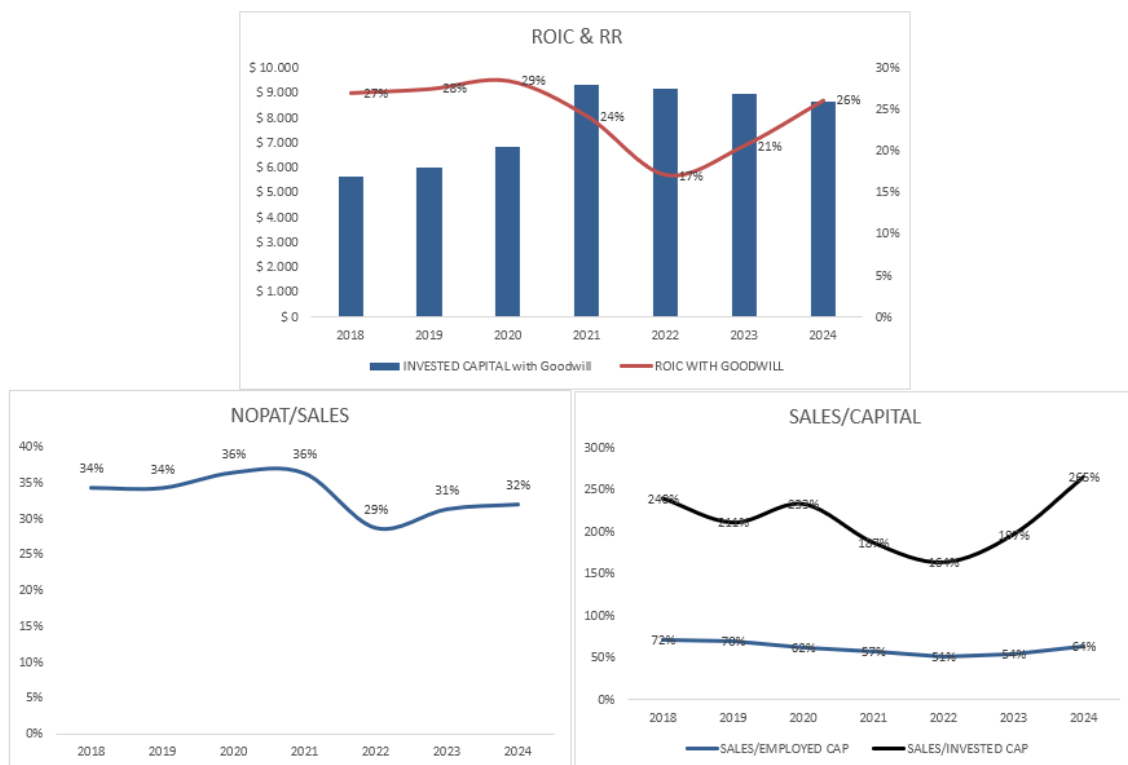
Como ya hemos comentado, si no es por adquisiciones, la tasa de reinversión es baja (15% generalmente), aunque en los dos últimos años ha aumentado el CAPEX, principalmente destinado al segmento de Analytics, invirtiendo en tecnología y mejoras de procesos internos. Ya supone un 4.5% de las ventas de la empresa, lo cual nos parece una cifra ciertamente elevada para algo que a priori debería tener un CAPEX cercano a 0. Llevan así 3 años y en el momento en que vuelvan a cifras más normales (3% de las ventas), podrá ser un buen salto para el FCF.

Esto fue lo que dijeron en el annual report de 2024 sobre el CAPEX.

*“Mayor efectivo pagado por adiciones de capital de \$46 millones en comparación con el año anterior, lo que refleja **tanto el desarrollo de soluciones basadas en SaaS en MA como los costos para respaldar las inversiones en infraestructura tecnológica en toda la empresa.**”*

Si aumentas el CAPEX y sobre todo, el M&A destinado al segmento con menores márgenes, tienes un impacto directo en el ROIC por las dos vías (te baja el margen NOPAT y te sube el capital empleado).

Aunque sí que vemos mejoría en los últimos años, el factor principal es que la última gran adquisición se hizo en 2021, por lo que han tenido tiempo de mejorar ambas cifras.



Fuente: Elaboración propia

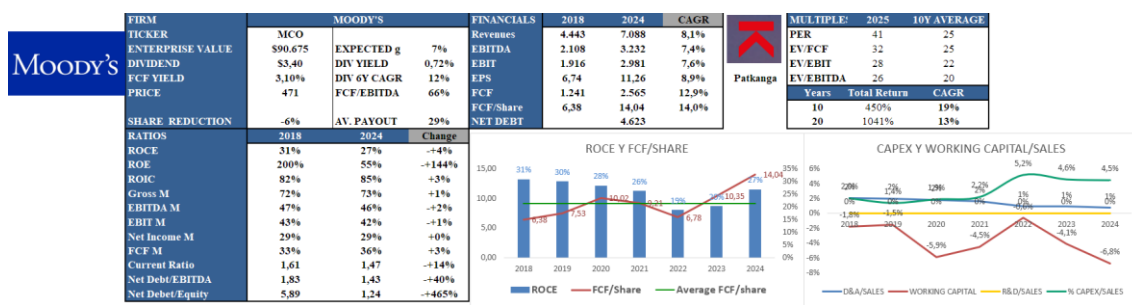
Un working capital negativo también ha ayudado a que esta cifra de capital invertido decrezca.

Net Operating Working Capital	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	AVERAGE
Current Assets	\$3.387	\$3.679	\$4.509	\$4.011	\$4.094	\$4.341	\$5.290	
Current Assets Ex. Cash	\$1.569	\$1.749	\$1.813	\$2.109	\$2.235	\$2.148	\$2.316	
Current Liab.	\$2.099	\$1.912	\$2.222	\$2.496	\$2.375	\$2.500	\$3.597	
Current Debt	\$450	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$700	
Current Leases	\$0	\$89	\$94	\$105	\$106	\$108	\$102	
Current Liab. Ex Debt	\$1.649	\$1.823	\$2.128	\$2.391	\$2.269	\$2.392	\$2.795	
Net Working Capital	-\$80	-\$74	-\$315	-\$282	-\$34	-\$244	-\$479	
NWC As a % of Sales	-1,8%	-1,5%	-5,9%	-4,5%	-0,6%	-4,1%	-6,8%	-3,6%
Change in Working Capital		-\$6	\$241	-\$33	-\$248	\$210	\$235	

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
Periodo medio rot. De inventario	0	0	0	0	0	0	0	
Periodo medio rot. Clientes	106	107	97	101	115	107	97	
Periodo medio rot. Proveedores	9	10	10	10	12	5	10	
Cash Conversion Cycle	97	97	88	90	103	102	87	
EBITDA/FCF	59%	63%	71%	56%	56%	77%	79%	66%
OCF/EBIT	76%	81%	88%	71%	74%	96%	95%	83%

Fuente: Elaboración propia

Del resto de cifras, aquí dejamos un vistazo rápido.



Fuente: Elaboración propia

10. Riesgos

Aunque ahora las acciones parecen estar sufriendo por un posible **riesgo de IA en la parte de Analytics**, ya hemos visto cómo ese riesgo es bastante poco probable. De hecho, en los resultados del Q3 2025, trataron este tema con bastante detalle.

Por ejemplo, grandes bancos estadounidenses están incorporando sus modelos y datos en flujos de trabajo internos basados en IA. De hecho, firmaron un contrato de más de **3 millones de dólares con un banco Tier 1 en EE. UU.**, que usará sus herramientas para **automatizar informes de crédito** y desplegar **sistemas de alerta temprana en carteras inmobiliarias**.

Si ampliamos la mirada, su estrategia de IA tiene varias capas. La primera es una **plataforma interna que permite a todos los empleados construir agentes de IA** para rediseñar procesos y ganar productividad. A esto se suma su “AI Studio Factory”, centrada en desarrollar productos *agentic* (básicamente, agentes inteligentes que usan sus propios datos y APIs).

Tampoco veo muy probable el **riesgo de regulación**. Quiero decir, seguro que en algún momento se intenta, pero si tienen un buen hacer mejor que en la crisis del 2008, no es difícil y esperemos que hayan aprendido la lección, su sistema de Ratings **es algo que funciona bien a nivel global; no veo los incentivos ni la forma de cambiar eso**.

El otro gran riesgo es, directamente, ya algo casi imposible y **acabaría con las tesis del oro y Bitcoin, un desapalancamiento y buen hacer económico y de presupuestos, de manera global**. Una utopía. Aunque un periodo como este se vivió desde la WWII hasta 1970.

Aunque, medio relacionado con esto, **está el riesgo del crecimiento de los mercados privados**, lo que sería la tesis de Oaktree Capital de Brookfield.

Cuando una empresa usa el mercado de crédito privado, accede a financiamiento mediante préstamos privados, **no emite bonos públicos** y, por lo tanto, **no necesita una calificación crediticia**. En estos casos, los inversores institucionales realizan su propio análisis de riesgo, sin recurrir a agencias como Moody's.

Esto implica que, a medida que el crédito privado gana terreno, pasando de un 7,5% a cerca del 30% del mercado en los últimos años, **disminuye el volumen de deuda pública que requiere calificación**, reduciendo potencialmente el negocio principal de Moody's. El propio CEO, Robert Fauber, explicó que la **alianza con MSCI** nace precisamente de la necesidad de ofrecer una **evaluación independiente del riesgo en el crédito privado**. Lo que busca aportar valor desde otro ángulo: **ayudando a los inversores a entender y comparar el riesgo con una visión de “tercero de confianza”**.

Aunque en la call comentaron que están empezando a ver cierto **flujo de vuelta desde el crédito privado hacia los mercados públicos**, principalmente porque los **cupones en el mercado público son bastante más baratos** que la financiación privada.

Si bien no es una amenaza inmediata, es una presión gradual y sostenida sobre su modelo tradicional de ingresos.

11. Conclusiones

Como hemos podido comprobar, Moody's es el tipo de compañía que buscamos para tener en la cartera de Patkanga.

Un negocio bien dirigido, con fuertes ventajas competitivas, vientos de cola y macrotendencias de fondo que fomenten el crecimiento sostenido a lo largo de los ciclos económicos, cifras robustas y la inexistencia de grandes riesgos terminales que supongan una pérdida permanente de capital para nuestra cartera.

Además, todo esto lo consigue gracias a operar en una industria oligopolística y con relaciones con clientes B2B (Business to Business), siendo esta una “Tesis de Oferta” que llamamos nosotros y que personalmente, nos gustan más que las “Tesis de Demanda”