THE LONG THESIS | Apollo Global Management Inc | APO

Análisis editorial V1 · Metodología V1.0 · Publicación: 22/10/2026

Fecha del informe y precio de referencia: 19/10/2026 | 111.00 USD | Ticker: APO

Empresa: 8,50/10

Oportunidad actual: 8,00/10

NOTA FINAL: 8,20/10

Esperar · Riesgo: Alto

Precio del informe original; no es cotización actual ni cierre bursátil verificado. Análisis propio de The Long Thesis. El ProResearch original se conserva en el expediente privado.

Negocio, beneficio y caja

Originación de crédito, relaciones institucionales, distribución y Athene crean un sistema integrado para financiar activos y productos de jubilación. La duración del pasivo puede permitir mantener crédito sin ventas forzosas, pero la solvencia depende de calidad, liquidez, valoración y coste de pasivos, no sólo de tamaño. Capital de pólizas y fondos de terceros no es caja propia. El origen privado de un préstamo no garantiza menor riesgo; concentración en infraestructura digital puede correlacionar activos que parecen distintos por vehículo.

La primaria Q2 contradice el resumen de pérdida: beneficio atribuible a Apollo 1.361 millones, menos preferentes 25 = 1.336 a comunes; BPA básico 2,18 y diluido 2,15, no 1,62 del proveedor. La pérdida −1.906 pertenece al primer trimestre y el semestre común suma −594. Q1 incorpora 1.700 millones de gasto fiscal extraordinario por revocación de elección Bermuda y provisión sobre activo fiscal diferido; no es una salida inmediata de caja de igual importe ni beneficio permanente si se añade. Los ingresos primarios Q2 11.153 difieren de 11.065 del proveedor; no se ajustan por residuo para forzar conciliación.

FRE 785 millones + SRE 877 + PII 16 suman 1.678 antes de financiación HoldCo e impuestos; ANI 1.314, 2,11 por acción ajustada. ANI H1 2.522 y 4,05 por acción, no anualización garantizada. AUM primario 1.047.000 millones y fee-generating 858.000 reemplazan 908.400 y 685.000 del resumen antiguo. Inflows LTM 298.000 incluyen 34.000 por Bridge y 65.000 por adquisición PIC por Athora; captación inorgánica no se trata como crecimiento orgánico propio de Apollo ni valor íntegro comprado por su matriz.

En Athene, fixed income 3.686 + alternativas 348 + fees de capital 37 − coste de fondos 2.942 = spread neto de inversión 1.129 millones. Menos gastos 111 e interés/financiación 141 = SRE 877. Margen net spread 1,14% frente 1,22% previo pese a crecimiento de volumen. El 9% de alternativas se compara con expectativa de dirección de 11%, que añadiría 76 millones: no incorporo esos 76 como cobro ya realizado ni crecimiento sin riesgo. El 5 octubre, antes del corte, se estimaron alternativas Q3 375 millones y retorno anualizado 10%, dato preliminar; no son resultados Q3 completos de noviembre. PII Q2 16 frente 47 previo sigue débil por realizaciones, no se rellena con valor no realizado.

Valoración y comparación

Escenario central, cinco fechas anuales desde 2026-10-19 hasta 2031: beneficio económico por acción 7.34 a 9.99, conversión hipotética 65%, sin probabilidades asignadas. Terminal 151.61 USD por acción y distribuciones 12.19; riqueza anual 8.1% sin reinversión, no TIR. Presente ilustrativo al 10% 103.31; el precio exigiría múltiplo 15.24 frente 14 supuesto para ese 10%.

Escenario favorable, cinco fechas anuales desde 2026-10-19 hasta 2031: beneficio económico por acción 8.40 a 13.22, conversión hipotética 80%, sin probabilidades asignadas. Terminal 251.11 USD por acción y distribuciones 12.19; riqueza anual 18.9% sin reinversión, no TIR. Presente ilustrativo al 10% 165.09; el precio exigiría múltiplo 10.41 frente 17 supuesto para ese 10%.

Escenario adverso conjunto, cinco fechas anuales desde 2026-10-19 hasta 2031: beneficio económico por acción 4.66 a 4.12, conversión hipotética 40%, sin probabilidades asignadas. Terminal 41.22 USD por acción y distribuciones 4.54; riqueza anual -16.2% sin reinversión, no TIR. Presente ilustrativo al 10% 29.09; el precio

exigiría múltiplo 42.01 frente 10 supuesto para ese 10%.

Financiación y riesgos

Un cambio anterior al corte afecta instrumento y reparto: las 28,749 millones de preferentes obligatorias se convirtieron en comunes el 31 julio. El denominador ANI ya suponía su conversión; no se añade otra vez la misma dilución al modelo ni se descuenta perpetuamente el dividendo de esas preferentes extinguidas. Los 623,5–625 millones aproximados usados para sensibilidad no son la cifra de comunes de junio 575,972 ni el promedio GAAP 610; se declara denominador propio redondeado. Se mantienen separadas remuneración ordinaria, compensación de adquisición y warrants existentes.

La carta primaria de capital easyJet, de 6 agosto, compromete hasta GBP 1.641.504.906 de cinco vehículos Apollo Fund X para Eagle Bidco, por separado y sujetos a condiciones; no impone a Apollo Inc pagar las GBP 5.700 millones del titular. El anuncio primario publicado 15 octubre confirma esquema y reuniones el 11 noviembre, cierre esperado Q1 2027, aún condicionado a votos, tribunal y otros requisitos. Se verifica anuncio y carta, no se simula lectura íntegra del scheme de 10 MB ni de todos los préstamos. La responsabilidad adicional del GP o garantías de otros documentos no queda certificada por esta carta.

No se trata la compra pendiente como gasto consumado ni como nuevo beneficio garantizado.

A junio la gestora dispone de caja 3.415 millones, separada de 19 restringidos y 1.272 de VIEs. Su deuda 5.895 contiene 5.762 recourse y warehouse no recourse 133 con vencimiento enero 2027. Notas de recourse tienen vencimientos visibles febrero 2029 por 675, junio 2030 alrededor de 500 y enero 2031 alrededor de 400; los 498/396 de balance son valores contables, no principal exacto de rescate. Revolver AGM 1.250 vence noviembre 2029, no es la facilidad de Athene. La tabla de pagos 159/634/1.740 por tramos incluye intereses y no se utiliza como principal adicional sobre SRE/ANI que ya los cargan.

El compromiso propio a fondos es 806 millones; Athene tiene por separado 37.000 de inversiones, incluidos relacionados y VIEs. El modelo no carga los 37.000 como cheque simultáneo a la gestora: corresponden a inversiones respaldadas por pólizas, flujos y cartera de seguros y requieren su propio ALM. Capital o caja de ACRA con 63% de terceros no pertenece íntegramente a Apollo. Se retiene dentro del beneficio no remitido capacidad de seguro; no es capital perdido ni distribución disponible. SRE no es remesa: restricciones legales y ratios/rating pueden exigir mayor retención aun cuando hay beneficio.

Fund VIII además mantiene escrow de performance fees con ratio 102% frente requisito 115%; valor devengado no siempre cobrable.

El diagnóstico fiscal separa TRA: 85% de ciertos ahorros fiscales se paga a titulares elegibles, por lo que ahorro bruto no pertenece enteramente al común. La revocación Bermuda deteriora un activo diferido, sin que añadir todo su gasto no monetario demuestre caja permanente. El 8-K de 5 octubre mantiene 375 millones de ingreso alternativo Q3 como estimación preliminar; no importo el resultado completo de noviembre. La nueva consulta a condiciones de pasivos confirma 87% de annuities diferidas con penalización de rescate y 69% con MVA; reducen incentivos a salida pero no impiden rescates ni garantizan liquidez de activos privados.

En el presupuesto revisado, caja inicial de gestora 3.415 con colchón 1.500; se simula remesa/conversión 65% central, 80% favorable y 40% adversa del beneficio económico después de remuneración, impuestos, costes y reinversión ordinaria. Es hipótesis de remisión de la plataforma integrada, no caja observada ni normalizada por residuo. Se retienen derechos y capital en el seguro, reconocidos a través de beneficio terminal, sin sumar otra vez su book. Compromisos 806 se reparten 300/250/150/75/31 y principal 150/0/700/500/400 como reserva propia redondeada, no calendario exacto de todos los vehículos.

El adverso llama los 806 al inicio y exige apoyo de capital adicional 2.000 en el segundo año; sin refinanciación supuesta, se suspende dividendo antes de inventar solvencia. Necesidad de soporte superior o menores remesas puede invertir el atractivo del consenso barato.

El saldo inicial es de junio y los porcentajes de remesa no están certificados para octubre. El modelo comprueba aritmética de una combinación propia, no suficiencia financiera real. La caja que queda invertida en el negocio respalda crecimiento y beneficio terminal; sólo el aumento de caja ociosa desde el saldo inicial se suma una vez, sin intereses incrementales ni otra suma de book o cartera. El principal no se vuelve a restar del terminal de beneficio después de intereses. No se incorpora nueva financiación como caja libre, ni un objetivo externo como valor propio.

La compensación en acciones se excluye de FRE/ANI y tiene coste económico; el denominador ANI incluye comunes, RSU con dividendo y conversión preferente, no coincide con media GAAP 610 millones. No se deduce una remuneración idéntica dos veces con coste y emisión. Para sensibilidad, base propia 6,80 por acción después de provisión por remuneración y normalización, comparada con consenso 9,23: no se vende como reconciliación exacta ANI→caja. 111/9,23 = 12,03 veces es múltiplo estimado; 111/8,38 de portada no produce 34,7. La futura caída de revenue mezcla seguros y gestora y no demuestra contracción de comisiones.

Los 494.048 millones de activos y deuda 41.884 del proveedor incluyen aseguradora, vehículos y financiación respaldada, no deuda industrial íntegra de la matriz. De los activos netos invertidos de Athene 314.090 millones, buena parte respalda pólizas; una cifra de caja de seguros no pertenece libremente al común. SRE ya incluye gastos de fondos, intereses y preferentes de Athene; restarlos otra vez y además toda deuda aseguradora a un múltiplo del beneficio común duplicaría carga. Falta aún conciliar remesas regulatorias, compromisos y vencimientos actuales de HoldCo para certificar reparto.

El dividendo anual de referencia aproximado 2,25 implica 2,03%; no se supone recompra automática ni se compensa SBC gratis.

La primaria describe inversión estratégica LTM 485 millones, recompras alrededor de 1.600 y dividendos superiores a 1.000. Es capital que compite con expansión y respaldo regulatorio. No considero las conversaciones SpaceX/OpenAI ni EasyJet como contratos irrevocables y pagaderos enteramente por Apollo Inc sin prueba primaria de vehículo, aportación y condiciones; tampoco contabilizo sus titulares como nuevo beneficio. Si se anuncian fondos financiadores, la responsabilidad de la matriz y sus garantías requieren evidencia específica.

KKR es par económico por gestión más seguro, pero capital de GA, asegurados y definición FRE difieren. BlackRock es contraste de comisiones sin el mismo riesgo de spread/retirement; comparar P/E GAAP global o AUM no homogeneiza resultados. La mejor objeción a esperar es el récord FRE y captación, junto al SRE creciente aun con spread más estrecho, que pueden sostener beneficios superiores a la base prudente sin necesitar realización extraordinaria. La calidad de crédito, coste de financiación y remesas podrían limitarlo. Cambiaría de opinión con caja atribuible después de remuneración y necesidades de capital, spread y pérdidas verificables en cartera, y financiación completa de crecimiento.

Remesas de aseguradora y retorno de inversiones alternativas son la parte de menor respaldo.

El comparable primario KKR Q2 combina FRE 1.214 y beneficio de seguros 288, frente 785 y 877 de Apollo. Apollo depende más del spread de retirement en esta mezcla; KKR también ha reclasificado K-Series dentro de FRE, lo que impide extrapolar crecimiento publicado sin homogeneizar. BlackRock Q3, con tecnología 588 y fees sin el mismo seguro, es contraste de recurrencia antes que múltiplo intercambiable. Ninguna media de estos pares determina valor intrínseco.

Juicio y condiciones de revisión

Empresa 8,5 reconoce originación y plataforma retirement, limitada por spread, crédito y regulación. Oportunidad 8,0 reconoce el múltiplo estimado moderado, condicionado por remesas después de compensación y capital; no se usa pérdida equivocada Q2 como penalización. Final 8,2 integra calidad, precio y fragilidad de esa conversión, sin media ni rebaja automática. Podemos estar equivocados al esperar si FRE récord y captación mantienen crecimiento aun con spread estable y el seguro remite más capital del previsto.

Cambiaría con remesas y necesidades de capital detalladas, pérdidas de crédito verificadas y retorno de la cartera sin recurrir a expectativas de alternativas como ingreso realizado. La remisión de Athene y la conversión ANI a caja atribuible tienen menos respaldo que los beneficios contables corregidos; pueden invertir el atractivo del consenso. Esperar para nueva entrada no significa vender una posición existente ni ejecutar salida.

Fuentes y alcance

easyJet: carta de compromiso de capital de fondos Apollo X, 6 agosto: https://s203.q4cdn.com/522538739/files/doc_downloads/2026/08/Equity-Commitment-Letter-6-August-2026.pdf

easyJet: publicación de esquema, anuncio 15 octubre: https://s203.q4cdn.com/522538739/files/doc_downloads/Apollo_financing_documents/2026/10/Scheme-Publication-Announcement.pdf

Apollo: estimación preliminar de ingreso alternativo Q3, 5 octubre: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1858681/000185868126000054/apo-20261005.htm

10-Q a junio 2026: flujos, capital, adquisiciones y vencimientos: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1858681/000185868126000040/apo-20260630.htm

APO: Resultados Q2 2026 y conciliaciones GAAP/ajustadas: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1527469/000152746926000047/agmearningsrelease2q2026.htm

Apollo: anuncio de presentación de riesgos Athene, 21 septiembre: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1858681/000185868126000051/apo-20260921.htm

Corte informativo propio de cada informe, separado de la fecha editorial. Alcances de lectura y lagunas se indican en el análisis. Sensibilidades propias, sin probabilidades ni rentabilidades esperadas. Revisión interna, no auditoría independiente. Notas justificadas por separado, sin media automática. Horizonte 5–10 años.