Carta Trimestral a Inversores

Millennial Fund FI

1S-2023

JULIO 2023

Estimado co-inversor,

Tal y como habíamos informado, nos estrenamos con esta primera Carta Semestral, correspondiente al primer semestre de 2023, si bien las siguientes serán Trimestrales.

Contexto de mercado

El año está resultando ser mejor de que lo esperado inicialmente, si bien hay algunos platos rotos que no podemos obviar como consecuencia de la agresiva subida de tipos llevada a cabo por los principales bancos centrales. Lo más destacable: la **crisis bancaria** originada en EE.UU. tras el colapso y el posterior rescate del banco regional Silicon Valley Bank, del Signature Bank, del First Republic Bank, o de forma más cercana, de Credit Suisse, entidad absorbida por su eterno competidor UBS con la complicidad del gobierno helvético. Este episodio ha puesto de manifiesto la fragilidad del modelo bancario, basado en la confianza de sus depositantes y que padece una serie de problemas estructurales intrínsecos a su negocio: el enorme apalancamiento financiero, el descalce de plazos en su gestión de balance, el riesgo moral y los ajustes estético-contables en sus cuentas a la hora de reflejar o no pérdidas latentes, según la consideración aplicable para cada clase de activos o carteras.

Desde luego la **inflación** general se ha ido moderando gracias a los precios energéticos ante el enfriamiento de la actividad económica, pero también por el efecto de base vs el año anterior, si bien la subyacente sigue elevada y pegajosa, por lo que los Bancos Centrales ha optado por ser firmes en el mensaje de que seguirán cumpliendo su guión con subida de tipos, aunque ello conlleve a una recesión inducida. Todo apunta por tanto a que los tipos seguirán manteniéndose altos hasta que se converja al ansiado nivel de precios del 2%.

Lógicamente, la demanda de productos a nivel importaciones/exportaciones se ha resentido, si bien la demanda de servicios sigue fuerte, especialmente en lo relativo a ocio y restauración, pues el mercado laboral sigue robusto. Los ahorros del Covid-19 se han ido gastando y parece que este verano es ya el último para agotar dichos remanentes, para volver al punto de inicio en términos de liquidez disponible para el consumo. Los bancos por su parte han ralentizado la concesión crediticia, con lo que finalmente, la demanda se moderará contribuyendo a reconducir la inflación.

Los **mercados** en este contexto: las curvas siguen invertidas con elevación de los tramos más cortos y las bolsas, ante unos resultados empresariales que siguen batiendo el consenso de analistas, acumulan ganancias en la mayoría de los mercados, concretamente del +8,7% para el caso de acciones europeas, medido por el índice STOXX Europe 600, y del +13,4% para el S&P 500 americano convertido a euros.

Cómo ha ido Millennial Fund

El fondo, estos primeros seis meses del año, se ha comportado de forma positiva generando una **rentabilidad de +9,69%**. La exposición media a la renta variable ha sido de un 57% durante el semestre, la exposición media a la renta fija ha sido de entorno a un 23% y, por último, hemos mantenido de media un 20% del patrimonio del fondo en liquidez.

Pese a estar cautos en cuanto a la exposición a la renta variable, la decisión de contar con compañías de calidad y a buenos precios de coste en cartera, ha contribuido positivamente a los retornos de estos primeros 6 meses. A nivel individual, las posiciones que más contribuyeron en el período han sido Adobe Inc, Meta Platforms y Ferrari NV; por otro lado, los detractores del semestre fueron Pax Global Technology, Navios Maritime Partners y Allfunds Group.

La cartera del fondo se ha comportado, en líneas generales, bastante bien. Hemos realizado varios movimientos tácticos en cuanto al ajuste del peso de las posiciones y, además, se han producido inclusiones y salidas. La actuación más destacable y que, a día de hoy podríamos considerarla un error, es la temprana salida de la cartera de Nvidia Corp a mitad de febrero. Desde entonces, la compañía ha realizado un +80% adicional pese haber registrado un +100% desde mínimos hasta el momento de la venta. Es cierto que nos hemos perdido gran parte del rally de Nvidia, pero igualmente pensamos que la valoración de la compañía no está justificada: Nvidia deberá hacer crecer un 40% anual su Flujo Libre de Caja (FCF) durante los próximos 5 años para justificar esa valoración, si bien pensamos que la inteligencia artificial generativa (IA a partir de ahora) le aporta una vertical de crecimiento enorme, también consideramos que ese crecimiento no será tan explosivo más que nada porque los competidores de Nvidia también tendrán algo que decir y querrán un trozo de pastel. Pese a habernos perdido el rally adicional, pensamos que por mucha calidad que tenga la empresa, el problema de estas valoraciones es que las perspectivas tienen que cumplirse al 100% para que se cumpla la tesis de inversión, por lo que no hay margen de error posible y, por ende, no hay margen de seguridad.

Compañías destacables en el 1S2023

Adobe Inc

Adobe, compañía líder en software de diseño gráfico y creadora del PDF, ha sido una de las grandes beneficiadas de la tendencia de la IA. Adobe reportó unos resultados trimestrales con un crecimiento de ventas del 9% y esperan conseguir en este año un crecimiento del 10%. A nivel operativo la compañía está ejecutando excelentemente, es un negocio con unos márgenes impresionantes lo que le permite generar unos retornos sobre el capital bastante elevados.

¿Por qué el buen comportamiento de la acción? Desde nuestro punto de vista es por la tendencia de la IA. La realidad es que Adobe es la única empresa tecnológica que tiene un producto que funciona con IA (Firefly), que abre un abanico de posibilidades inmenso para el consumidor, que es seguro en cuestiones de información y copyright y, que, además, es completamente monetizable. Firefly, al reducir la curva de aprendizaje del consumidor en programas como Photoshop o Premiere, hace que el CaC (Customer Acquisition Cost) se reduzca y la captación de nuevos clientes se acelere, llevando a mayor crecimiento de ventas, no solo por la implementación de subidas precio (que reflejen el nuevo servicio/producto), sino por el incremento de volumen de usuarios.

La preocupación en Adobe, o la mayor parte de la incertidumbre, viene dada por la adquisición de Figma y esos 20.000 MM de USD que pagarán para adquirirla. Este precio ha puesto a la compañía en un aprieto ya que ha dejado entrever, a través del elevado precio ofertado, que Adobe XD (principal software competidor de Figma) no es rival para Figma, por lo que si se cierra la adquisición la pregunta es ¿en el largo plazo, habrá valido la pena? Y si no se cierra, ¿podrá competir Adobe XD de tú a tú con Figma? Nosotros nos inclinamos a pensar que la adquisición se

cerrará y que, en el largo plazo, Figma contribuirá positivamente y será una vertical importante de crecimiento, mientras que Adobe mantiene su MOAT intacto. Si esto no ocurriera, Adobe seguramente incrementará el CapEx (probablemente el importe sea mucho menor que los 20.000 MM de USD propuestos) para mejorar su propuesta de valor en este sub-segmento y competirá con Figma. Dicho esto, ciertamente, la asignación de capital y cómo se ha manejado la adquisición por parte del equipo directivo es muy mejorable.

En general hay luces y hay sombras. Adobe tiene todos los elementos para seguir creciendo en los próximos años y seguir obteniendo buenos retornos para los accionistas, pero la asignación de capital debe ser la adecuada.

Dr Martens

Otra posición de interés que nos gustaría comentar es una incorporación relativamente reciente, que tuvo lugar en febrero. Se trata de Dr. Martens, compañía que se dedica a la producción, distribución y venta de calzados. Dr. Martens posee una marca icónica de botas y calzado de cuero que se remonta a la segunda guerra mundial.

La compra de Dr. Martens vino precedida por el débil comportamiento que estaba sufriendo la acción debido a los malos resultados que había reportado la compañía. Poniéndonos en contexto, a finales del año pasado y principios de este, Dr. Martens publicó malos resultados trimestrales y lanzó un *profit warning* en un intervalo temporal de menos de 3 meses (noviembre y enero). En los resultados se observó un deterioro de márgenes, lo que provocó una caída de la acción ese mismo día de un -30% y, tras dicha alerta de resultados negativos, en el que se indicaba menores márgenes aún debido a problemas operativos en un centro de distribución en Los Ángeles, la acción volvió a caer otro -30%.

Habiendo explicado el contexto de la acción en el momento de inclusión en la cartera y teniendo en cuenta lo reportado por el equipo directivo en los recientes resultados anuales, consideramos que el valor terminal de la compañía es bastante atractivo. A grandes rasgos, el equipo directivo explicó los motivos del mal performance en 2022 y entonó el *"Mea Culpa"*, comentaron malas decisiones en cuestión de marketing y publicidad, el arreglo del problema en el centro de distribución y que su prioridad es que el mercado americano vuelva a crecer por encima del doble dígito. A todo esto, el equipo directivo aumentó el dividendo y se aprobó un programa de recompra de acciones de 50 MM de GBP, lo que muestra la confianza en la generación de caja del negocio y un primer paso hacia mejores retornos, ya que creemos que los precios actuales son bastante atractivos para realizar esta recompra.

Consideramos que la cotización de la acción sigue deprimida debido a la preocupación del mercado de que se deba deteriorar gran parte del inventario acumulado el año pasado. El equipo directivo comentó que no consideran que deban deteriorar, debido a que gran parte de ese inventario son las botas icónicas que se venden todos los años, el modelo 1460, y nosotros nos inclinamos a pensar de la misma forma. Los márgenes de la compañía este año se verán retraídos debido a las inversiones en EE. UU. para mejorar la red de distribución y retornar a mejores tasas de crecimiento. Aun así, se espera un *cash conversión* por encima del 100% del EBITDA estimado de este año.

Alejándonos un poco y observando todos los acontecimientos en perspectiva, consideramos que el valor terminal de Dr. Martens es bastante atractivo. En los niveles actuales, consideramos que

muy probablemente, el valor actual de los FCF de los siguientes 10 años explique la valoración actual de la compañía, por lo que el mercado no está poniendo en precio el valor terminal del negocio. Desde el momento en el que el mercado reconozca este valor oculto, podría ocurrir que la acción duplique su valoración sin mucho esfuerzo.

Allfunds Group

Allfunds es una compañía que se incluyó en cartera el año pasado y que, poco a poco, ha ido tomando mayor protagonismo dentro de la cartera, debido a las sucesivas compras que hemos realizado para construir la posición.

Allfunds es una compañía que opera dentro del sector financiero, específicamente dentro de la distribución de fondos de inversión y ETFs. Allfunds opera una plataforma que conecta oferta y demanda y que envuelve a todos los actores dentro de la cadena de valor de la contratación de fondos: gestoras, distribuidores, cliente final. La plataforma de Allfunds es líder indiscutible en Europa y se está expandiendo hacia Asia y América. Es una compañía pequeña (3.400 MM de EUR), cotiza en Amsterdam pero tiene origen español.

¿Cómo gana dinero Allfunds? La monetización de la proposición de valor y el mercado de Allfunds se hace a través del cobro de comisiones a las gestoras por la intermediación y distribución de los activos bajo administración y otros servicios añadidos. Además, apoyando este modelo de monetización, está el SaaS Allfunds Connect, que se monetiza a través de un modelo de suscripción.

Allfunds comenzó el año con buen pie. Todo se torció cuando Euronext lanzó una OPA por Allfunds a 8,75 €/acción (un +20% de prima). El precio de la OPA era bastante bajo para un negocio como el de Allfunds con unos márgenes altos, con unos buenos retornos y con unas perspectivas de crecimiento muy buenas. Cuando el equipo directivo rechazó la oferta, la acción cayó con fuerza y, seguidamente, ocurrió el episodio de estrés en el sistema regional bancario de EE. UU. y la caída de Credit Suisse. Allfunds ya venía desde caer un 60% desde máximos (2021) y esa presión bajista persistió debido a que Credit Suisse era accionista de la compañía y tuvo que deshacer la posición de manera abrupta en octubre de 2022. Nosotros consideramos que el mercado se equivoca al tratar a Allfunds como un banco más, ya que, el riesgo de fuga de depósitos es nulo. Allfunds no tiene un negocio bancario al uso en el que se capta un depósito (pasivo) para prestarlo a través de un préstamo (activo) y ganar el diferencial del tipo de interés entre uno y otro.

En la actualidad, la compañía sigue penalizada y la cotización está rondando los 5,50 €/acción cuando hace unos 4 meses Euronext había propuesto una OPA por 8,75 €/acción. Esto significa que Allfunds está cotizando a unos niveles que suponen una prima de +60% al propio precio de la OPA y las condiciones del negocio, en este tiempo, solamente han mejorado como se ha mostrado en los recientes resultados semestrales. A todo esto, hay que añadir el reciente anuncio de recompra de acciones, consideramos que es un paso más que acertado para aflorar aún más valor en el largo plazo. Por último, la escalabilidad y opcionalidad de la plataforma de Allfunds conllevan que el modelo de negocio de la compañía tenga un valor terminal extremadamente atractivo.

¿Cuáles son los riesgos que vemos en Allfunds? De momento son riesgos más que manejables y se trata, en su gran mayoría, de la estructura de accionariado que tiene la compañía. El principal

accionista es un fondo de Private Equity que tiene un 35% de la compañía. Este fondo de private equity, está en el capital pre-IPO y la salida a bolsa fue en 2021, habiendo caído la compañía un -50% desde entonces, lo que hace bastante improbable una salida brusca sin que antes Allfunds remonte el precio.

Desde nuestro punto de vista, Allfunds es un negocio de una alta calidad, en un entorno con vientos de cola y un mercado creciente. Consideramos que la compañía podría doblar su precio en el medio plazo.

Nuestra filosofía de inversión

Tratándose de un fondo multiactivos, tenemos una **vocación clara hacia la renta variable**, dado que la consideramos la clase de activos que mejor permite capitalizar nuestros ahorros a largo plazo; si bien, todo ello sin menospreciar oportunidades en otras clases de activos, como algunos instrumentos monetarios, la renta fija o las materias primas, en su caso.

Nuestro objetivo es evitar la pérdida permanente del capital mientras maximizamos su valor a largo plazo, acumulando patrimonio sin tributar por ello, dicho de otra forma, **que Millennial Fund sea un instrumento que permita optimizar "la magia" de la capitalización compuesta**.

Nuestra aproximación a las inversiones conlleva un **análisis profundo de los negocios** de las compañías, centrándonos en aquellos que consideramos de **elevada calidad**. Buscamos negocios con fuertes ventajas competitivas y elevadas rentabilidades sobre el capital empleado, con reinversión en la actividad troncal, en I+D y cuyos equipos directivos estén completamente alineados con sus accionistas. De esta forma, la asignación del capital juega un papel clave, así como su ética en retornar a los accionistas los excedentes de capital, bien sea vía dividendos o mediante recompras de acciones. La proposición de valor de la compañía debe haberle permitido mantener un crecimiento robusto y sostenido en el tiempo, y contar con algún viento de cola o bien, estar enmarcada en una tendencia secular. Asimismo, nos gusta analizar situaciones especiales que generan oportunidades con una elevada asimetría de retorno/riesgo, tales como reestructuraciones, adquisiciones, spinoffs.

Como **principios generales** aplicamos los siguientes preceptos, propios del ***Value Investing***:

- Pensamiento independiente
- Invertir con un margen de seguridad
- Pocas actuaciones, pero mejores decisiones
- Actuar como propietarios de negocios a largo plazo
- Pescar donde hay peces
- Tener convicción e invertir a largo plazo
- Tener paciencia, ignorar las fluctuaciones del mercado, sin perder de vista los fundamentales
- Nuestras inversiones se basan en la valoración, no en la popularidad
- La mayor parte del patrimonio financiero de nuestro CIO está invertida en el fondo

****

Muchas gracias por seguir confiando la gestión de su patrimonio junto al nuestro, labor que nos tomamos con la máxima seriedad, rigor y dedicación. No dejen de contactarnos para cualquier consulta, aclaración o ampliación de información.

¡Saludos cordiales y feliz verano!

Equipo Wealth Management
Cross Capital

AVISO LEGAL: Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. Este documento es meramente informativo y no constituye una propuesta de inversión. El detalle de la política de inversión del fondo de inversión se encuentra en el Folleto informativo.