Carta Trimestral a Inversores

Millennial Fund FI

4T-2024

FEBRERO 2025

Estimado co-inversor,

En primer lugar, agradecerle una vez más vuestra confianza. Desde Cross Capital continuamos trabajando con plena convicción en nuestro análisis y entendimiento de los negocios que incorporamos a la cartera, y con el objetivo de generar rentabilidades satisfactorias y sostenibles en el largo plazo.

Contexto de mercado

El cuarto trimestre de 2024 ha estado marcado por una divergencia cada vez más acentuada entre sectores específicos y el mercado en general. Mientras que un pequeño grupo de valores tecnológicos ha seguido concentrando la mayor parte de los retornos, las valoraciones de las compañías de pequeña y mediana capitalización continúan mostrando una brecha significativa frente a las de gran capitalización, generando oportunidades interesantes en mercados como Europa, Asia y Japón.

En EE.UU., el S&P 500 ha cerrado el año con una revalorización del 24%, impulsado principalmente por las "7 Magníficas" (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla). Sin embargo, esta concentración ha generado una fuerte disparidad de rendimientos dentro del propio índice. La victoria de Donald Trump en las elecciones ha contribuido a estabilizar varios temas clave, como el comercio exterior, la regulación de criptomonedas y la inmigración, fortaleciendo la confianza en determinados sectores económicos.

En Europa, los mercados han mostrado un comportamiento más moderado. El EuroStoxx 50 ha avanzado un 8%, mientras que el IBEX 35 ha mostrado una fortaleza relativa con un +10%. La inflación ha seguido descendiendo, lo que ha llevado al BCE a implementar recortes de tipos en el cuarto trimestre para estimular el crecimiento económico. No obstante, la debilidad estructural de Alemania y las tensiones políticas en Francia han limitado el apetito por el riesgo en la región.

Asia ha seguido enfrentando retos, con China lidiando con su crisis inmobiliaria y un crecimiento económico por debajo de las expectativas. A pesar de los esfuerzos del gobierno por estimular la economía, los inversores continúan mostrando escepticismo. Japón, por su parte, ha experimentado volatilidad en su mercado de renta variable debido a la apreciación del yen y ajustes en su política monetaria.

En el ámbito monetario y de la renta fija, la Fed realizó dos recortes de tipos en septiembre y noviembre, situándolos en un rango de 4,25%-4,50% al cierre del año. En paralelo, el BCE también ha reducido tipos para revitalizar la economía de la eurozona, facilitando condiciones más laxas en el mercado crediticio. Esto ha generado cierta estabilidad en la renta fija, con la TIR del bono del Tesoro a 10 años cerrando 2024 en torno al 4,4% y el bund alemán en 2,36%.

En el mercado de materias primas, el Brent cerró el año en la zona de los 75-80 dólares por barril, mientras que el oro consolidó su rol de refugio en etapas de incertidumbre, con una subida del 15% en el año. La inteligencia artificial (IA) ha seguido dominando la narrativa del mercado, no

solo en el sector tecnológico, sino también en sectores como la salud, la logística y la energía, donde ha comenzado a generar eficiencias tangibles.

El cierre de 2024 deja un panorama en el que la volatilidad sigue siendo una constante. Sin embargo, dentro de este contexto, han surgido oportunidades atractivas en valores rezagados que han sido ignorados por el mercado. En particular, **la corrección desproporcionada en pequeñas y medianas compañías a ambos lados del Atlántico y en Asia ha abierto espacio para encontrar empresas con fundamentales sólidos y un elevado margen de seguridad**. Nuestra estrategia sigue centrada en identificar estas ineficiencias y capturar su potencial de revalorización a largo plazo.

Cómo ha ido Millennial Fund

El fondo se ha comportado de forma positiva en este cuarto trimestre de 2024, generando una **rentabilidad de +2,11%**. La exposición media a la renta variable ha sido de un 71% durante el período, la exposición media a la renta fija ha sido de entorno a un 18% y, por último, hemos mantenido de media un 8% del patrimonio del fondo en liquidez y activos monetarios.

El comportamiento de las compañías, en términos generales, ha sido positivo, aunque es cierto que han existido excepciones que comentaremos en detalle más adelante. Así, nuestros mayores contribuidores durante el trimestre han sido: **Brookfield Corp, Paypal Holdings y Tesla Inc**; por su parte, los detractores del trimestre fueron **Navios Maritime Partners, Evolution AB y Estee Lauder.**

La cartera del fondo tiene una composición en la que predominan las compañías de **pequeña y mediana capitalización.** Durante este cuarto trimestre **no se han introducido** nuevas posiciones, así como **tampoco se han vendido** totalmente ninguna. Ha habido ciertos ajustes tácticos de peso en aquellas posiciones que consideramos que tienen una TIR mayor.

En términos anuales, la palabra que mejor podría definir nuestra percepción sobre los mercados y la cartera es: **frustración**. Pese a que Millennial ha conseguido un **rendimiento positivo del +5,64%** (por encima del objetivo anual del 5% especificado en folleto), consideramos que nuestras inversiones, en agregado, poseen una **TIR por encima del 15%.** El mercado, en su conjunto, ha tenido un buen año, sobre todo el americano, dominado por las grandes tecnológicas o MAG7 lo que también acentúa esta frustración de la que hablamos.

Parece que lo caro, cada vez se vuelve más caro y lo barato, cada vez más barato. El mercado está enfocado en este tipo de compañías y no lo culpamos por ello: son compañías con modelos de negocio robustos, de alta calidad, que generan unos enormes FCF y que parece que tienen unas altas perspectivas de crecimiento debido a la IA, pero **¿hasta dónde se puede expandir el múltiplo que se paga por estos negocios? ¿Cuánto debe ser el crecimiento del FCF para que estos precios tengan sentido? ¿Es realista este crecimiento**? Este tipo de preguntas, bajo nuestro punto de vista, nos lleva a una respuesta clara, la mayoría de ellos de estos negocios están sobrevalorados y sobre-pagar, aunque sea por una calidad extrema, conlleva tener exposición a riesgos innecesarios.

Dando un repaso a nuestra cartera, y teniendo en cuenta que no habrá reversión a la media (entre large caps y SMID caps) en términos de valoración de manera agregada, consideramos que, aún así, **nuestra cartera es muy atractiva**. **¿Por qué consideramos esto?** Porque pese a ser la mayoría compañías de mediana o pequeña capitalización, o compañías no ligadas con la tendencia IA directamente, las empresas de las que somos accionistas tienen catalizadores de desbloqueo de valor. Además, muchas de las tesis de inversión se fundamentan en una calidad extraordinaria del modelo de negocio.

Nosotros seguiremos enfocados en las compañías que tenemos en cartera y en la búsqueda de otras oportunidades de inversión que nos permita **aumentar nuestra TIR prospectiva agregada**, intentando aislarnos de ruido externo y valorando bien los **riesgos** (explícitos e implícitos) de cada una de las tesis de inversión. Estamos convencidos que, de esta manera, el **rendimiento de la cartera**, en un horizonte temporal de medio plazo, **batirá al mercado**.

Compañías destacables en el 4T2024

Peabody Energy

Peabody Energy es una tesis de inversión que hemos comentado en otras cartas. Hemos decidido hacer una breve actualización debido a los eventos que han ocurrido durante este cuarto trimestre. Como sabemos, Peabody Energy es una empresa dedicada a la producción de carbón metalúrgico y térmico con operaciones en EE. UU. y Australia.

Nuestra tesis de inversión inicial se basaba en una compañía que genera una **alta cantidad de FCF** teniendo en cuenta las operaciones en producción, con un **balance ultra saneado**, que devolvía el **65% del FCF** a los accionistas en forma de recompras y dividendos y que está desarrollando una mina carbón metalúrgico, **Centurion**, cuyos economics eran extremadamente buenos.

Los eventos que han cambiado esta tesis inicial es el anuncio de la compra, por parte de Peabody, de los activos de carbón metalúrgico (4 minas) de Anglo American situados en Australia. Peabody anunció la compra de los activos por un importe total de 3.775 MM de USD. La transacción se espera que se cierre en el primer semestre de 2025.

Adentrándonos más en los **detalles de la transacción** se observa la siguiente estructura**:**

- Pago por adelantado en cash de 1.695 MM de USD.
- Pagos diferidos en el tiempo: 95 MM USD el primer año; 192 MM el segundo; 192 el tercero; y 146 MM el cuarto.
- Pagos referidos al precio: Peabody hará pagos trimestrales sin llegar a superar los 550 MM USD en su conjunto. Es decir, si el precio del carbón metalúrgico supera cierto límite Peabody deberá hacer ciertos pagos.
- Pagos referidos a la mina de Grosvenor: Esta es una mina cuya producción está paralizada. Peabody deberá pagar hasta 450 MM de USD si, finalmente, la mina vuelve a producir.

La adquisición incluye **4 minas Tier-1 en Australia de carbón metalúrgico con una producción estimada para 2026 de 11,3 MM de toneladas**. La vida de las minas excederá los 20 años y Peabody tendrá unas reservas de 306 MM de toneladas.

El equipo directivo de Peabody Energy espera que la adquisición genere los **siguientes beneficios**:

- Unas sinergias en costes de unos 100 MM USD.
- Unos márgenes optimizados: Márgenes EBITDA ajustados de 65-70 USD/tonelada basados en un precio del carbón metalúrgico de 225 USD/tonelada.
- Una mejor valoración por parte del mercado. El mercado suele valorar mejor una compañía de carbón metalúrgico que de carbón térmico. La transacción está valorada en 3,1x EV/EBITDA de 2026.
- Mejores oportunidades de crecimiento debido a la proximidad de Australia con los mercados de acero asiáticos (principal driver de demanda del carbón metalúrgico).

Bien, teniendo esto en cuenta, **¿cómo financiará la adquisición Peabody?** Peabody apalancará su balance hasta un máximo de 1,5x EBITDA. El EBITDA Pro-Forma estimado de la compañía estará en unos 2.000 MM de USD lo que limita la deuda a unos 3.000 MM de USD. Inicialmente, Peabody consiguió una financiación temporal con un "bridge facility" por parte de Jefferies y KKR. Peabody está buscando la mejor forma para financiar permanentemente la transacción.

Habiendo explicado las partes más importantes de la transacción, vayamos a lo que realmente nos interesa, **¿Cuáles son las implicaciones de la transacción para Peabody?** Esta transacción convertirá a Peabody en uno de los mayores productores del mundo en carbón metalúrgico. La compañía, según el equipo directivo, generará en torno a **2.000 MM de EBITDA** lo que implicaría un **margen de 65 USD/tonelada con un precio de 225 USD/tonelada del carbón**. Nosotros encontramos estas estimaciones **algo agresivas,** pero pueden tener sentido debido a los 100 MM USD de sinergias que se deben alcanzar. Resultados anteriores de Anglo American indican que los costes de producción en estas minas están a **180-190 USD/tonelada** mientas que el guidance de Peabody estaría en unos **160 USD/tonelada.**

Si tenemos en cuenta estos números y los detalles financieros de la transacción, vemos que la generación de FCFF es significativa:

Projections	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA	749	998	2.006	2.218	2.043	1.609	1.391
Tax	(110)	(142)	(269)	(322)	(278)	(170)	(115)
Effective tax rate	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Capital expenditures	(425)	(250)	(800)	(600)	(400)	(400)	(400)
Deferred payments			(95)	(192)	(192)	(146)	0
Free Cash Flow to the Firm	214	606	842	1.104	1.173	893	876
% YoY Growth		183,01%	38,83%	31,20%	6,20%	(23,84%)	(1,94%)

Tabla 2. Estimaciones de FCF de Peabody. Reportes de la compañía y estimaciones propias. Elaboración propia

Recalcamos que estas proyecciones están basadas en un precio de **225 USD/tonelada del HCC** (Hard Coking Coal), por lo que no estaríamos incurriendo en los pagos referidos al precio que mencionamos al principio y, además, estamos excluyendo una potencial re-activación de Grosvenor.

Recordemos que, pese a que el potencial de generación de FCF haya aumentado considerablemente, Peabody se ha apalancado para consumar esta transacción. Si tenemos en cuenta la caja actual de Peabody (sin contar la caja restringida), la deuda actual de Peabody y la nueva deuda derivada del pago upfront de **1.695 MM de USD**, se observa que Peabody tendrá una **deuda neta pro-forma de 1.355 MM de USD.**

Con las proyecciones de FCF, el cálculo del valor terminal basado en el NAV (10% descuento) de las minas y la nueva deuda, estimamos un **valor por acción de unos 40 USD**, frente al precio actual de 19,35 USD/acción.

¿Qué pensamos nosotros de la adquisición? Nos parece que es una buena adquisición siempre y cuando Peabody ejecute lo que ha prometido en el guidance que, como ya hemos dicho, nos parece un poco agresivo. Esta adquisición añade **complejidad** a una tesis que era mucho más simple y se centraba en la entrada en producción de un activo único mientras te devolvía el exceso del FCF en forma de recompras y dividendos.

Honestamente, esta adquisición añade opcionalidad tanto al alza como a la baja, pero ahora los riesgos son mucho mayores debido al apalancamiento del balance. Debido al poco margen de seguridad, pensamos que Peabody ha sobre-pagado por estos activos y consideramos que nuestra tesis inicial ha cambiado por completo. Es por ello por lo **que hemos reducido nuestra exposición** a Peabody, pero **sin llegar a vender por completo nuestra posición** en la compañía.

Teleperformance SE

Teleperformance es otra de las compañías que hemos comentado en anteriores cartas trimestrales. Es una posición que llevamos teniendo cartera por algo más de un año. De momento, los resultados de la inversión no han sido positivos, pero esperamos que la **acción revierta su curso** en el medio plazo.

La compañía está, operativamente hablando, haciéndolo bastante bien. En los resultados del tercer trimestre: **ha cumplido su guidance; continúa creciendo, orgánicamente, en torno a un 3%, ha reafirmado sus perspectivas y ha incrementado el margen EBITA esperado a una mejora de 20 puntos básicos**. Parecen pequeños desarrollos, pero teniendo en cuenta, tal y como está valorada la compañía, son desarrollos bastante importantes.

Como sabemos, la compañía está siendo amenazada por la IA y su negocio principal está puesto en duda por lo que Teleperformance se está enfrentando a un riesgo importante en su valor terminal. Nuestra postura, por simplificarla bastante, se basa en que **la compañía se adaptará a estos cambios**, será ella quien implemente soluciones IA a sus clientes y, pese a que el efecto en el precio de sus servicios sea deflacionario, también lo será en sus costes por lo que, los beneficios deberían seguir componiendo a lo largo del tiempo.

Otro evento que ha ocurrido a lo largo del trimestre es que Teleperformance ha anunciado la compra de **ZP Better together**. ZP es un proveedor de tecnología de soluciones en lenguaje para la comunidad con dificultades de audición. La adquisición se asignará al segmento de Servicios Especializados y se espera que ZP genere más de **230 MM de USD en ingresos para 2024**.

Teleperformance ha pagado **490 MM** por esta adquisición lo que implica un EV/ventas de unas 2x. La adquisición se financiará con deuda y se espera que se cierre en estos inicios del 2025.

Bajo nuestro punto de vista la adquisición está justificada y parece un precio bastante razonable. Teleperformance mantiene un balance fuerte y solidifica su posición en este segmento. La pregunta viene dada por el uso del cash, **¿es realmente prudente realizar M&A teniendo en cuenta la valoración actual de Teleperformance? ¿No se emplearía mejor el cash recomprando acciones?** Bueno, existe una gran diversidad de respuestas y opiniones acerca de este tema. Ciertamente pensamos que las acciones de Teleperformance están **baratas** si

tenemos en cuenta su generación de FCF también, pero es una realidad que la **dispersión** entre valor intrínseco calculado por la mayoría de los accionistas y la valoración actual de la compañía en bolsa viene determinada por el cálculo del **valor terminal.**

En nuestra opinión, y debido a que la fuente de la dispersión entre valor y precio es el riesgo en el valor terminal, consideramos que Teleperformance, más que recomprar acciones (que también es una opción válida) debería **reorganizar su estructura de capital y empezar a reducir deuda**. No porque creamos que la deuda tiene un nivel peligroso ni mucho menos, post-adquisición la **deuda neta total sería de unos 4.200 MM EUR** y según nuestras estimaciones de EBITDA para 2024, la deuda representaría unos **2,20x el EBITDA** y Teleperformance mantendría su **calificación crediticia BBB**. Nuestro argumento viene más ligado a la acotación de este riesgo del valor terminal a través de la reestructuración de la estructura de capital y reducción de deuda.

La gran duda de los inversores a la hora de invertir en Teleperformance es si el negocio estará en **bancarrota** en unos años. Una de las maneras de acotar este riesgo es reducir el montante que se debe a los bonistas y optimizar la estructura de capital para alcanzar mayores beneficios. Al final, **¿unas recompras de acciones crearían más valor si el modelo de negocio de Teleperformance no es desplazado por la IA?** Sí. Sin embargo, de esta otra manera el equipo directivo estaría **cubriendo gran parte del potencial a la baja**, ya que, no nos olvidemos, la IA supone un riesgo real y el camino hacia la recuperación de confianza por parte del mercado no es lineal.

Aún así, consideramos que la **tesis de inversión es sólida** y si la compañía continúa mostrando crecimiento, aunque sea mínimo, el mercado deberá otorgarle algo de confianza al nuevo equipo directivo, al modelo de negocio de Teleperformance y sus nuevas soluciones de implementación con IA.

Para poner en contexto el nivel de valoración en el día de hoy: **TTCE** competidor más pequeño que Teleperformance con peores márgenes y modelo de negocio más frágil, fue **adquirida por su CEO con una prima del 70%,** valorando la compañía a **8x EBITDA**. Aplicando este múltiplo a nuestra estimación de EBITDA de 2024 y teniendo en cuenta la estructura de capital de la compañía, así como el número de acciones en circulación, el **valor intrínseco por acción sería de 196€** aproximadamente, lo que supone una **prima de 120%** frente a precios actuales.

Nuestra filosofía de inversión

Tratándose de un fondo multiactivos, tenemos claro que la clase de activo que mejor capitaliza el ahorro a largo plazo es la **renta variable**, lo que no quita para que analicemos con el mismo rigor las oportunidades de inversión que vayan surgiendo en **otras clases de activos**, tales como los 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 o incluso sobrerreacciones del mercado que penalizan de forma injustificada a una compañía respecto a sus fundamentales.

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

- "Pescar donde hay peces"
- Pensamiento independiente
- Invertir con un margen de seguridad
- Tener convicción e invertir a largo plazo
- Pocas actuaciones, pero mejores decisiones
- Actuar como propietarios de negocios a largo plazo
- Tener paciencia, ignorar las fluctuaciones del mercado
- 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!

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.