Carta Trimestral a Inversores

Millennial Fund FI

1T-2025

Abril 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 mantenemos en cartera, con el objetivo de generar rentabilidades satisfactorias y sostenibles en el largo plazo.

Invertir vs especular

Hay frases que, en momentos de incertidumbre, resurgen con fuerza. Una de las más repetidas es: "*los mercados son un casino*". Lo hemos oído estos meses, lo hemos leído en titulares, y probablemente lo hayamos debatido incluso entre inversores. Pero esa frase, por más popular que sea, es esencialmente falsa. Y lo es por una razón profunda: **confunde volatilidad con aleatoriedad, y especulación con inversión**.

Un casino está diseñado para que el jugador pierda a largo plazo. Las probabilidades están en su contra desde el primer minuto. **La bolsa, en cambio, es uno de los pocos entornos donde, si uno actúa como dueño de negocios y no como apostador, tiene ventaja estructural con el paso del tiempo**. No se trata de lanzar una moneda al aire ni de adivinar el siguiente movimiento del mercado. Se trata de analizar, entender, esperar y actuar cuando el precio se desvía significativamente del valor.

Pero claro, eso no significa que todos los que participen lo hagan con ese enfoque. De hecho, en los últimos años ha proliferado una **cultura de inmediatez**, impulsada por plataformas de trading gratuito, opciones de corto plazo y una narrativa mediática centrada en el movimiento de precios, no en los fundamentales. **Mucho trader, mucho youtuber iluminado**. Quien entra en ese juego, sí está jugando a algo parecido a un casino. Pero no porque el mercado lo sea, sino porque ha elegido operar con reglas distintas.

Charlie Munger solía recordarlo con una frase tan simple como poderosa: *"En el corto plazo, el mercado es una máquina de votar; en el largo plazo, es una máquina de pesar"*.

En otras palabras, el ruido, la moda y la popularidad pueden mover los precios momentáneamente, pero **la realidad del negocio** —los beneficios, los retornos sobre el capital, la reinversión prudente— **acaba imponiéndose y generando valor para el inversor a largo plazo**.

Contexto de mercado

Este primer trimestre de 2025 ha sido un ejemplo perfecto de cómo un entorno que parece caótico puede ser en realidad un **generador de oportunidades** para quienes mantienen la calma. La reintroducción abrupta de aranceles por parte del gobierno de EE.UU., bautizada como el "**Día de la Liberación**" por el propio presidente Trump, ha generado ondas de

choque en todos los activos financieros. Y lo que empezó como un gesto político, ha escalado en magnitud, complejidad e impacto macro.

Aunque inicialmente se anunció una moratoria de 90 días para negociar con aliados estratégicos como la UE, Japón, Corea del Sur o México, la realidad al cierre de abril es que **las tensiones comerciales persisten** y la mayoría de socios han manifestado su disconformidad abiertamente. Canadá, Alemania y Australia han respondido con medidas espejo, y China ha incrementado sus propios aranceles hasta el 125% en determinados sectores.

El resultado inmediato: una **corrección global sincronizada**, la más severa desde la pandemia, con especial impacto en sectores cíclicos y exportadores. El S&P 500 ha caído un -8,5% en el trimestre; el Nasdaq, un -10,2%; mientras que Europa ha mostrado una mayor resistencia relativa. El STOXX 600 ha cerrado en positivo (+5,8%) gracias al impulso de compañías industriales y financieras con menor exposición a EE.UU.

Implicaciones macro y rotación sectorial

Este nuevo **entorno de desglobalización** parcial ha reconfigurado muchas de las narrativas vigentes. Lo que parecía un régimen de tipos a la baja y dólar fuerte ha empezado a mostrar grietas. Algunos de los efectos más visibles:

- **Volatilidad en deuda pública**: el bono a 30 años de EE.UU. ha oscilado más de 70 puntos básicos en menos de una semana, alimentado por ventas forzadas y dudas sobre la sostenibilidad fiscal. La renta fija ha dejado de actuar como refugio.
- **Tensiones monetarias globales y depreciación del dólar**: la reacción de países como China, que ha reducido su exposición a deuda estadounidense para defender su divisa, ha contribuido a una significativa depreciación del USD. En lo que va de año, el dólar ha perdido un -12% frente al euro, y más aún frente a algunas divisas asiáticas. Esta caída no solo ha impactado a inversores internacionales, sino también a compañías globales con ingresos denominados en USD, generando presión adicional sobre sus márgenes.
- **Caída en el crudo y colapso del sector energético**: a pesar de ser percibido en ocasiones como defensivo, el petróleo ha sufrido un desplome de más del -20%, con el Brent perforando los 60 USD/barril. Las causas: miedo a recesión global, reducción de demanda agregada y aumento de producción por parte de la OPEP+.
- **Rotación sectorial abrupta**:
    - Los sectores más golpeados han sido tecnología, lujo exportador, automoción y semiconductores.
    - Han resistido mejor los sectores ligados a infraestructuras críticas, exchanges, aseguradoras y algunos industriales con alta exposición doméstica.
    - El mercado ha penalizado especialmente a aquellas compañías cuyos múltiplos ya descontaban un futuro de perfección perpetua.

¿Y ahora qué?

Este nuevo escenario recuerda que **la inversión exige convicción, visión de largo plazo y una filosofía clara**. Para quienes, como nosotros, se centran en la valoración de los activos y no en su popularidad, estos momentos de aparente desorden generan oportunidades. Cuando las correlaciones se rompen, cuando los inversores huyen en bloque sin distinguir la calidad de lo mediocre, es cuando surgen precios que tienen sentido frente a los fundamentales.

Sabemos que el mercado pueden parecer un casino, que reacciona a golpe de tweet, pero esto es para quien opera sin proceso, sin análisis y sin horizonte temporal. Nuestro compromiso como gestores es precisamente el contrario: actuar como propietarios, analizar como empresarios y tener la paciencia de quien sabe que la recompensa no llega de inmediato, pero sí llega.

Cómo ha ido Millennial Fund

El fondo ha tenido un comportamiento negativo en este primer trimestre de 2025, con una **rentabilidad del -7,48%**. La **exposición media a renta variable** durante el período ha sido del **73%**, la exposición a renta fija se ha situado en torno al **15%**, y hemos mantenido un **12%** del patrimonio en **liquidez y activos monetarios**.

El comportamiento bursátil de las compañías, en términos generales, ha sido negativo. La incertidumbre generada por la política arancelaria y sus efectos sobre el comercio y el crecimiento económico global ha lastrado las expectativas de los inversores tanto durante el trimestre como en las semanas posteriores. Una parte del **mal comportamiento del fondo (en torno al-2%) se explica también por la depreciación del dólar**, fruto de esta misma incertidumbre. Así, nuestros mayores **contribuidores** durante el trimestre han sido Alibaba Group, McCoy Global y Berkshire Hathaway; mientras que los **detractores** más relevantes han sido PayPal Holdings, Peabody Energy Corp y Brookfield Corp.

La cartera del fondo mantiene una composición agnóstica en cuanto a capitalización bursátil. Actualmente, **el 50% de las posiciones corresponden a compañías "large cap", y el otro 50% a compañías "small" y "mid cap".** Durante este trimestre hemos llevado a cabo **dos ajustes relevantes:**

1. **Hemos reducido el número de compañías en cartera**, enfocándonos en aquellas tesis en las que tenemos mayor convicción y consideramos que la TIR prospectiva ajustada por riesgo es superior.
2. **Hemos ajustado los pesos**, concentrando algo más la exposición en las compañías con mayor TIR esperada, derivada de catalizadores de desbloqueo de valor en el corto y medio plazo.

Desde nuestro punto de vista, con estos cambios —aun asumiendo un incremento de la volatilidad— **se ha optimizado el binomio rentabilidad/riesgo de la cartera**. Entendemos que la volatilidad refleja, en la mayoría de las ocasiones, meras oscilaciones en el precio de la acción, provocadas más por cambios en las expectativas del mercado que por alteraciones en los fundamentales de las compañías.

Tras la implementación de estos ajustes, el entorno global ha cambiado sustancialmente. Tras el anuncio arancelario del presidente Trump, el comercio internacional se ha visto fuertemente alterado, provocando caídas significativas en los índices bursátiles de todo el mundo y una depreciación del USD del-12% frente al EUR en lo que va de año. Este último factor ha explicado aproximadamente un-5% del drawdown de la cartera. Si los aranceles persisten y no se alcanzan acuerdos bilaterales, el impacto sobre el crecimiento global será cada vez más dañino. Una recesión, en mayor o menor medida, perjudicaría a todas las compañías cotizadas.

Más allá del contenido de los aranceles, preocupa especialmente la forma en la que se están implementando. La falta de visibilidad sobre los acuerdos comerciales genera un entorno impredecible: cada día aparece una nueva noticia o rectificación. Esta incertidumbre congela decisiones clave: se paralizan proyectos de inversión, emisiones de deuda, procesos de expansión, operaciones corporativas y, en general, todo el mercado de capitales. ¿Qué CEO o asignador de capital quiere mantener una inversión relevante en EE. UU. en un contexto de opacidad regulatoria?

Con 28 compañías en cartera al momento de escribir esta Carta, **estimamos que el impacto directo de los aranceles, en caso de implementarse en su forma más agresiva, afectaría a menos de un tercio de las posiciones**, que a su vez representan alrededor del 15% del patrimonio del fondo. Este análisis nos permite concluir que el mercado ha penalizado de forma indiscriminada a muchas compañías cuyas tesis de inversión permanecen intactas.

Por ello, **continuaremos enfocados en las compañías que ya tenemos en cartera, así como en nuevas oportunidades que mejoren la TIR agregada del fondo**. Seguiremos intentando aislarnos del ruido externo, valorando cuidadosamente los riesgos —explícitos e implícitos— de cada tesis. Estamos convencidos de que, con esta disciplina, la cartera ofrecerá un rendimiento superior al mercado en un horizonte de medio plazo.

Compañías destacables en el 1T2025

McCoy Globlal

McCoy Global es una de nuestras compañías en cartera desde principios de 2024. Es una posición pequeña, pero cuya tesis de inversión se ha ido cumpliendo paso a paso. Ya la comentamos en profundidad en la carta del 3T2024.

Como sabemos, McCoy es una **pequeña compañía canadiense dedicada a la fabricación de equipamiento para TRS** (***tubular running services***) **en operaciones de *drilling* y *casing***. Se trata de una *microcap* con una capitalización bursátil de unos 70 millones de dólares canadienses, que tiene la **oportunidad de revolucionar el segmento TRS** con una nueva gama de productos que ha desarrollado.

Esta nueva línea implica un ahorro de costes significativo para las compañías E&P (exploración y producción de petróleo), ya que permite reducir el número de trabajadores necesarios en la conocida como "*red zone*" o zona peligrosa.

Los resultados del último trimestre y cierre del ejercicio han sido muy positivos. La compañía ha incrementado su BPA un 34%, impulsado tanto por el crecimiento de ingresos como, especialmente, por la expansión del margen bruto. Esta mejora de márgenes se debe al mayor peso en ventas de la nueva gama de productos, que ofrece un margen superior.

McCoy cuenta con una **posición de caja neta de 17 millones CAD y no tiene deuda** (incluyendo *leasings*, la caja neta es de 13 millones). Además, **ha iniciado un programa de recompras automático y ha aumentado el dividendo trimestral.** En su último informe, el equipo directivo aclaró que el impacto arancelario en su negocio no es material, ya que la fabricación se realiza en EE. UU. y sus principales mercados son precisamente EE. UU. y Oriente Medio.

Posteriormente al 31 de marzo —y aunque esto debería formar parte de la siguiente carta trimestral— consideramos importante destacar lo siguiente: la compañía ha anunciado la finalización exitosa de las pruebas con sus cuatro *in-field partners*. Los resultados han superado todos los KPIs, y han ganado un contrato por valor de 11 millones CAD para la venta de la gama completa de productos. Además, dicho contrato incluye un nuevo componente: ingresos por suscripción derivados del **negocio SaaS**, que es el motor de la automatización.

Aunque aún pequeño —estimamos entre 0,5 y 1 millón del contrato—, este componente recurrente aporta una gran visibilidad, elevado potencial y márgenes brutos del 90-95%.

Esta noticia tiene varios aspectos muy positivos:

- El calendario de comercialización total de la gama se ha adelantado.
- Haber cerrado un contrato de 11 millones con uno de los socios implica que los otros tres podrían firmar acuerdos similares, lo cual representa tan solo la punta del iceberg en términos de demanda.
- El modelo SaaS por suscripción ofrece **ingresos recurrentes, predecibles y con márgenes altísimos**. Su crecimiento dependerá de la tasa de adopción tecnológica.
- El *pricing* inicial está diseñado para fomentar adopción, pero se prevé que aumente progresivamente, contribuyendo al crecimiento futuro.

Además, la nueva gama ha sido galardonada con el **premio** "**New Technology Award**" en la Offshore Technology Conference (OTC), un reconocimiento muy relevante dada la dimensión de McCoy frente a otros competidores.

Consideramos que estos avances reducen el riesgo de la tesis y mejoran notablemente el perfil de la compañía. A precios actuales (4,5x EV/EBITDA y 8x P/E estimado para 2025), sigue siendo, a nuestro juicio, una oportunidad de inversión extremadamente atractiva.

Peabody Energy Corp

En la carta del trimestre anterior hablamos de Peabody Energy, **empresa productora de carbón térmico y metalúrgico con minas en EE. UU. y Australia.**

Como explicamos, la compañía anunció la **adquisición de los activos de Anglo American en Australia:** cuatro minas de carbón metalúrgico por un total de 3.775 millones USD, a unas 3,1x EV/EBITDA estimadas para 2026. Esta operación **alteraba significativamente nuestra tesis original**, al incorporar nuevos riesgos, lo que nos llevó a reducir parcialmente la posición.

Tras los acontecimientos de los últimos meses, **hemos decidido vender la posición por completo**. Los riesgos se han hecho más evidentes, acentuados por la caída en el precio del carbón, presionado por la baja demanda desde India y China.

Como ocurre en este tipo de operaciones, el tiempo dirá si el precio pagado por los activos ha sido alto o bajo. Pero a la vista de la caída en precios y sustituyendo las proyecciones iniciales (225 USD/ton) por las actuales, el múltiplo pagado es claramente superior.

La variable más crítica es la deuda asumida: unos 1.355 millones de USD que apalancan sensiblemente el balance y elevan exponencialmente el riesgo.

Además, **tras nuestra desinversión, se ha producido un incidente relevante**: el cierre de la mina Moranbah North tras un incendio. Esto añade presión a la rentabilidad de la operación, al no haber visibilidad sobre la reapertura. Peabody podría intentar cancelar o renegociar la operación, aunque lo vemos improbable.

Si finalmente Peabody lograse desvincularse de la compra, podría ser una tesis a revisitar. Sin embargo, consideramos que el *coste del equity* ha aumentado significativamente, y que **el equipo directivo ha perdido credibilidad ante el mercado por su afán de *empire building***. Será difícil que recupere la confianza de los inversores en el corto plazo.

La **principal lección** de esta inversión no está tanto en el análisis de negocio como en la gestión de la posición. Una vez cambiada la tesis, deberíamos haber vendido completamente en lugar de reducir parcialmente. Si bien la reducción amortiguó el impacto en la cartera, nos reafirma en la importancia de **actuar con contundencia ante cambios estructurales en la tesis**.

A pesar de ello, la gestión inicial del peso y coste de entrada fue prudente, y el impacto final en la rentabilidad YTD del fondo ha sido marginal. Como siempre decimos, tanto los aciertos como los errores dejan aprendizajes valiosos en este camino constante que es la inversión.

Nuestra filosofía de inversión

Como fondo multiactivos, tenemos claro que la clase de activo que mejor capitaliza el ahorro a largo plazo es la renta variable. No obstante, analizamos con el mismo rigor las oportunidades que puedan surgir en otras clases de activo, como los instrumentos monetarios, la renta fija o las materias primas, siempre que aporten valor a nuestra estrategia.

Nuestro objetivo es evitar la pérdida permanente de capital mientras maximizamos su valor en el largo plazo, permitiendo que el fondo funcione como una herramienta eficiente para acumular patrimonio sin tributar por ello —en otras palabras, optimizando "la magia" del interés compuesto.

Nuestra aproximación se basa en un **análisis profundo de los negocios**. Buscamos empresas de alta calidad, con ventajas competitivas sostenibles, rentabilidades elevadas sobre el capital empleado, reinversión en la actividad troncal e I+D, y equipos directivos totalmente alineados con los accionistas. La asignación de capital, en este sentido, es clave. Valoramos especialmente aquellos equipos que actúan con rigor, ética y sentido económico a la hora de distribuir los excedentes vía dividendos o recompras.

La proposición de valor de una compañía debe haberle permitido mantener un crecimiento robusto y sostenido, o bien estar alineada con alguna tendencia secular. Asimismo, analizamos **situaciones especiales** con fuerte asimetría retorno/riesgo, como reestructuraciones, adquisiciones, spinoffs o sobrerreacciones del mercado que penalizan injustificadamente a empresas sólidas.

A estos principios les damos forma a través de un marco que podría describirse como un **Value Investing adaptativo**: una filosofía que mantiene sus raíces en la búsqueda de valor, pero que se adapta al contexto, a la evolución de los modelos de negocio, a los ciclos de mercado y a los cambios estructurales de la economía. Iremos profundizando en este enfoque en próximas cartas, ya que creemos que refleja de forma más precisa cómo gestionamos Millennial Fund en la actualidad.

Aplicamos los siguientes **preceptos**, propios del Value Investing, que siguen plenamente vigentes:

- Pescar donde hay peces
- Pensamiento independiente
- Invertir con margen de seguridad
- Actuar como propietarios de negocios
- Tener convicción e invertir a largo plazo
- Pocas actuaciones, pero mejores decisiones
- Tener paciencia, ignorar las fluctuaciones del mercado
- Basar las decisiones en la valoración, no en la popularidad

Cabe añadir que la mayor parte del patrimonio financiero de nuestro CIO está invertida en el fondo, lo que refuerza nuestro **alineamiento total** con los co-inversores.

****

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.