Carta Trimestral a Inversores

Millennial Fund FI

2T-2025

Agosto 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.

Contexto de mercado

El segundo trimestre de 2025 ha sido uno de los más intensos y reveladores de los últimos años para los mercados financieros. En apenas tres meses hemos pasado de un arranque dominado por el temor a una guerra comercial a gran escala, a un cierre de trimestre con un mayor grado de certidumbre en materia de comercio internacional, aunque sin que se disipe la volatilidad. El anuncio inicial de nuevos aranceles por parte de Estados Unidos generó una reacción inmediata y negativa en los mercados globales. Sin embargo, la posterior moderación del discurso político, sumada a ciertos avances en las negociaciones, permitió recuperar parte del terreno perdido y ofreció una base más clara para evaluar activos.

El contexto geopolítico ha seguido siendo determinante: el conflicto en Ucrania se mantiene sin visos de resolución, las tensiones entre Israel e Irán han aumentado el riesgo en Oriente Medio y la competencia estratégica entre Estados Unidos y China continúa condicionando cadenas de suministro y flujos comerciales. En Europa, Alemania sorprendió con un plan fiscal expansivo que combina aumentos de gasto e incentivos fiscales, en un intento por reactivar su economía. Este movimiento ha tenido impacto directo en el mercado de renta fija, estabilizando la rentabilidad del bund a 10 años en torno al 2,6% tras un repunte inicial.

En materia de política monetaria, la Reserva Federal ha optado por la cautela, esperando a conocer los datos de inflación de julio y agosto antes de tomar decisiones. Mientras tanto, el Banco Central Europeo recortó tipos en junio en 25 puntos básicos, pero sin ofrecer una guía clara sobre próximos pasos, dejando abierta la posibilidad de pausar nuevas reducciones en el corto plazo.

En los mercados de renta variable, la aparente solidez de los grandes índices esconde una realidad menos uniforme. El peso de un reducido grupo de compañías de gran capitalización en el S&P 500 continúa distorsionando la percepción del conjunto del mercado, mientras que otros segmentos presentan valoraciones más atractivas. Las llamadas “Siete Magníficas” aún representan más del 30% del índice, a pesar de que varias han sufrido caídas relevantes. Esta concentración, lejos de disiparse, amplifica la volatilidad y distorsiona la lectura del mercado, donde el comportamiento de unas pocas compañías puede enmascarar lo que sucede en el resto del universo cotizado. Nvidia, por poner un ejemplo, supera ya el 6% del índice, lo que significa que cualquier corrección puntual en su cotización puede provocar oscilaciones significativas en el conjunto, sin reflejar necesariamente un deterioro macro o sectorial. En Estados Unidos, aunque las valoraciones se han moderado ligeramente respecto a los máximos recientes, siguen por encima de las medias históricas, lo que exige una mayor selectividad. En Europa, los datos

macro han sorprendido positivamente, pero sin un catalizador evidente que justifique un tramo alcista sostenido en los índices bursátiles, que dependerá de los resultados empresariales.

La **renta fija** ha vuelto a cobrar protagonismo. La volatilidad en los tramos largos de la curva y los movimientos en los diferenciales de crédito reflejan cierta incertidumbre sobre el rumbo económico global. Aun así, determinados segmentos de deuda de alta calidad ofrecen rentabilidades reales positivas y mantienen su papel defensivo en las carteras. En paralelo, **el oro** ha alcanzado nuevos máximos históricos, por encima de los 3.300 dólares la onza, respaldado por su papel tradicional como activo refugio y por el creciente peso en las reservas de bancos centrales, donde representa ya el segundo componente más relevante tras el dólar.

En conjunto, este trimestre ha puesto de manifiesto la importancia de analizar el mercado con una visión amplia, integrando factores macroeconómicos, geopolíticos y sectoriales. **La dispersión de valoraciones entre regiones, sectores y estilos de inversión sugiere que el entorno actual ofrece oportunidades**, pero exige disciplina, prudencia y un análisis riguroso para separar las oportunidades reales de los movimientos dictados por el corto plazo.

En este entorno exigente y cambiante, creemos que no basta con aplicar recetas del pasado. La gestión de carteras exige actualmente una **mentalidad flexible**, que sepa combinar el rigor analítico del value investing con una lectura dinámica de los ciclos, los riesgos globales y la evolución de los modelos de negocio. Es lo que llamamos ***Value Investing Adaptativo***: identificar valor donde otros ven ruido, mantener convicciones firmes, pero nunca rígidas, y navegar cada entorno con una brújula propia. En tiempos de incertidumbre, la disciplina no solo protege, también genera valor.

Cómo ha ido Millennial Fund

El fondo ha tenido un comportamiento positivo en este segundo trimestre de 2025, con una **rentabilidad del +2,78%**. La **exposición media a renta variable** durante el período ha sido del **75%**, la exposición a renta fija se ha situado en torno al **13%**, y hemos mantenido un **12%** del patrimonio en **liquidez y activos monetarios**.

La cartera, de manera generalizada, se ha comportado bastante bien en este trimestre. Pese a que la volatilidad ha continuado después del cierre de Marzo (llegando el fondo a alcanzar una rentabilidad del -15%), la recuperación del valor de las compañías ha sido bastante significativa. Una vez más, pese al buen comportamiento del fondo en el trimestre, la continua **depreciación del dólar** nos ha seguido costando puntos de rentabilidad (aproximadamente un **-2,7%** de contribución en el trimestre), es decir, la rentabilidad del fondo, en términos constantes de FX, sería de en torno a **un +5%** en el trimestre. Así, nuestros mayores **contribuidores** durante el período han sido Allfunds Group, Dr Martens y Burberry; mientras que los **detractores** más relevantes han sido Alibaba Group, Louis Vuitton y Berkshire.

La cartera del fondo mantiene una composición agnóstica en cuanto a capitalización bursátil. **Como venimos diciendo, gran parte de la cartera se concentra en oportunidades del entorno SMID (small-mid cap).** Invertimos en función de la oportunidad que profiere el negocio en su momento (siempre que la liquidez y otros factores nos lo permitan), no teniendo en cuenta cuantos millones de capitalización marca el mercado que vale la compañía.

Al contrario que el trimestre anterior, en el que realizamos varios cambios importantes en la estructura de la cartera, en este la actividad ha estado más bien centrada en ajustes tácticos de peso en ciertas posiciones y en monitorear al detalle las tesis de inversión. Como novedad relevante, podemos anunciar que, en el mes de Abril, hemos comprado una pequeña posición en Watches Of Switzerland (WOSG).

Como siempre, estos ajustes han sido para seguir optimizando al máximo **el binomio rentabilidad/riesgo de la cartera**. La idea es conseguir siempre que la cartera se componga de oportunidades de inversión que, de manera agregada, puedan generar una TIR prospectiva de +12% (anualizada) en el medio plazo. 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 2T2025

Allfunds Group PLC

Allfunds Group, explicada en anteriores cartas, es una compañía que representa la manera de invertir que aplicamos en Millennial Fund FI. Es una compañía que, desde su IPO ha tenido unos rendimientos bursátiles muy pobres. Sin embargo, tras el mínimo registrado post-Liberation Day, ha tenido un **comportamiento extraordinario.**

Consideramos que Allfunds es una **compañía de alta calidad** cuya plataforma de distribución de fondos de inversión, tiene ventajas competitivas importantes frente a sus competidores directos (otras plataformas) y a otros modelos de distribución (distribución captiva de las redes bancarias). La compañía ha venido obteniendo **buenos resultados** y el **crecimiento** de los activos bajo administración (AuAs) ha sido significativo. Con más **de 1,5 trillones de euros en AuAs**, Allfunds está posicionada como líder indiscutible en la distribución de fondos de inversión en Europa.

Como hemos explicado anteriormente, Allfunds opera una **plataforma que integra a gestoras y distribuidoras de fondos** conectando oferta y demanda. Consideramos que Allfunds tiene ciertas **palancas de crecimiento** que aún no están puestas en precio, y que además la compañía, debido a su escala y **ventajas competitivas**, debería de ir poder aplicando una mayor comisión a lo largo del tiempo.

Uno de los mayores **riesgos** que ve el mercado en Allfunds viene dado por la **inversión pasiva** (ETFs) ya que esta conlleva peores comisiones. Allfunds gana un margen ínfimo de los activos que están en su plataforma, **margen que solo se cobra a las gestoras, de unos 3,5 puntos básicos**. Si la compañía logra hacer crecer ese margen hacia los 4 puntos básicos, el rendimiento de la compañía se debería de ver altamente beneficiado.

Ahora bien, con esa escala, **¿Cuáles son esas palancas de crecimiento que tiene Allfunds?** Aparte de la típica de seguir ganando clientes nuevos, y mayor inversión por parte de los clientes existentes, nos centraremos en dos: **el programa de activos alternativos (AAP) y la plataforma de ETPs.**

El reconocimiento de los **activos alternativos** ha ido creciendo en los últimos años hasta convertirse en una parte estratégica de la mayoría de las carteras de hoy en día. Sin embargo, es un tipo de activos cuya distribución **no** está democratizada como la de los activos tradicionales. **Aquí la iniciativa de Allfunds cobra sentido y se muestra con el alto crecimiento que está teniendo esta parte del negocio**. Además, los activos alternativos conllevan, por naturaleza, un tipo de comisión mayor que los activos tradicionales, por lo que el crecimiento en esta pata debería ser **incrementalmente positivo** para el margen total de la plataforma.

Por otro lado, tenemos la **plataforma ETP**, la cual está siendo desarrollada y se espera que la fase piloto entre en funcionamiento en el Q4 de este año. El equipo directivo ha constatado varias veces que esta iniciativa **mejorará** el margen de la plataforma ya se centrará en productos como los **ETFs activos y temáticos**.

La compañía está haciendo las cosas bien y los resultados demuestran esa ejecución. Y eso se ha ido reflejando desde los mínimos comentados anteriormente. En este periodo, la compañía también ha tenido cambios en la directiva y ha fichado una **nueva CEO**. Alcaraz (fundador y CEO anterior) ha decidido dejar la compañía y se ha fichado a **Annabel Spring** (anterior CEO de HSBC Wealth Management). Parece que el cambio ha gustado al mercado ya que supone aire fresco y una manera diferente de ver las cosas.

En los últimos resultados, los del H1 (post cierre de Junio) la compañía reportó **buenos números** con crecimiento en AuAs, ingresos y beneficio, pero **modificó sus objetivos anuales** en un ejercicio de desinflar expectativas. La compañía desde estos resultados y hasta el 11/08/2025, ha caído en torno a-14%, sin embargo, pese a ello lleva un +23% en lo que va de año.

En términos de valoración seguimos considerando que la compañía está barata con un rango de valor intrínseco (según nuestras estimaciones) que está entre los **10€ y los 12€ por acción**. Lo que supone un **65-100% de potencial** que debería materializarse a medida que la compañía siga ejecutando correctamente. Cuando asumimos a los "peers" o comparables de Allfunds, se observa que Allfunds (según nuestras estimaciones) cotiza a un P/E de 2025 de 15x mientras que la media de sus comparables (plataformas europeas) está en torno a 20x, lo que supondría, para Allfunds, unos **8€ por acción** (teniendo en cuenta nuestra estimación de EPS para 2025). Consideramos que **Allfunds debería estar cotizando por encima de esta media** debido a la mayor calidad y perspectivas de crecimiento de su negocio,

Por último, creemos que la compañía tiene un **catalizador** claro que es el Investor Day que se celebrará en el Q1 de 2026. Este **Investor Day** debería de ayudar en la comunicación de la compañía (equity story) hacia los participantes del mercado y se deberían de poner ambiciosos objetivos para los próximos años.

Dr. Martens y Burberry

Dr. Martens y Burberry son dos compañías que tenemos dentro de, lo que nos gusta llamar, nuestro **"retail basket" o cesta de empresas retail**. Ambas compañías están envueltas en historias de ***turnaround***, tienen **marcas diferenciadas** que han perdurado en el tiempo, son inglesas y estaban cotizando en valoraciones, que, si se daba un paso hacia atrás y se analizaban, no tenían sentido alguno.

Empezando por Dr. Martens, compañía que hemos explicado en otras cartas trimestrales, se dedica a la producción y distribución de calzado (mayoritariamente botas). La marca Dr. Martens tiene una historia que se remonta hasta la segunda guerra mundial, sin embargo, esta historia no le ha servido para tener un buen comportamiento en bolsa ya que, desde su IPO, ha caído en torno a un -77%.

Nosotros empezamos a invertir en Dr. Martens en el **2023**, y, pese a que la compañía ahora mismo se encuentra cotizando por encima de nuestro precio medio, no ha sido un camino fácil. Como casi todas las compañías, Dr. Martens hizo mínimos post-Liberation Day y, después de una presentación de resultados bastante positiva, **ha remontado un +60% haciendo que su rendimiento YTD sea de +8%.**

Como hemos comentado, la compañía está envuelta en un *turnaround* que ha implicado un **cambio de CEO y CFO, una reestructuración del balance y un cambio de enfoque del marketing para hacer que la compañía vuelva a la senda del crecimiento en EE. UU.** La presentación de resultados de Dr. Martens mostro un **balance mucho más limpio**, con una estrategia clara de desapalancar el balance y con un plan de vuelta al crecimiento en la región americana. El CFO ha hecho un trabajo estupendo y ahora solo queda que la compañía venda se apalanque en su marca y en su prestigio, así como en un buen marketing, para hacer que sus ingresos y beneficios crezcan. Creemos que pueden lograrlo.

¿Está el dinero fácil hecho en esta acción? En nuestra opinión, sí. Por ello redujimos nuestra exposición a la acción. **¿Refleja el precio actual de la acción el valor intrínseco del negocio**? En nuestra opinión, no. Por ello la compañía sigue formando parte de la cartera. Estimamos que Dr. Martens, debería de valer en torno a los **150 peniques por acción** con hipótesis de negocio bastante conservadoras, lo que supone un potencial de aproximadamente un +100% desde precios actuales; el potencial puede muy superior si la ejecución es excelente y esto se traslada a crecimiento y mayores beneficios.

Pasando a **Burberry**, es una situación muy similar a Dr. Martens solo que su negocio core está más centrado en **artículos de lujo y de diseño**. Todo el mundo conoce la famosa gabardina de Burberry o la famosa bufanda con el estampado Burberry Check.

La compañía **ha retornado un +17,45% YTD y un +83% desde mínimos**, aunque aún está un -55% por debajo de su máximo registrado en 2023.

Burberry es otra de las compañías cuya **valoración** llegó a un punto que no se sostenía si se confiaba en que la marca iba a sobrevivir. La **caída de las ventas** en China y el **estancamiento** de las demás regiones, hizo que los márgenes de la compañía, así como la rentabilidad del negocio cayera en picado.

Pese a que los resultados de la compañía no están siendo buenos (si no se contextualiza), sí que están siendo mejor de lo que se esperaba. **El turnaround va generando brotes verdes** de que está funcionando. La compañía ha visto que tras recortes de plantillas y un cambio de CEO, la rentabilidad del negocio está mejorando y, si vuelven a la senda del crecimiento, **el precio de la acción debería de responder muy positivamente.**

Realizando la misma analogía que con Dr. Martens, **sí creemos que el dinero fácil se ha hecho ya en Burberry, pero creemos que, si ejecutan, el potencial de la compañía es muchísimo más**.

Nosotros estimamos que el valor intrínseco de la acción está en torno a los 2.000 peniques por acción, lo que supone un potencial de alrededor de +50% desde precios actuales.

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. Bajo nuestra filosofía **combinamos convicción con flexibilidad, análisis con humildad, y paciencia con acción decidida cuando el precio se aleja del valor**.

Invertimos con la mirada puesta en los próximos 1.000 días, no en los próximos 30. Y lo hacemos sabiendo que **las mejores oportunidades rara vez vienen acompañadas de consenso**. El mercado penaliza lo incierto con descuentos excesivos, y es ahí donde buscamos actuar. No nos interesa competir en el terreno del "timing"; preferimos jugar en el campo del "pricing", aprovechando las ineficiencias que el largo plazo brinda al que sabe esperar.

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.