

Carta Trimestral Magnus Global Flexible Sicav. Tercer Trimestre 2024

Hemos finalizado el tercer trimestre del año con una revalorización del +14,50%, elevándose al +22,70% en los últimos doce meses y un 51,37% en 5 años.

RENTABILIDADES ANUALES

2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
	21,00%	-20,10%	18,80%	10,25%	17,18%	-11,17%	3,31%
14,50%	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
	4,40%	3,64%	4,53%	12,16%	-0,83%	-9,20%	1,06%

RENTABILIDADES ACUMULADAS

	Acumulado 2024	en 1 mes	en 6 meses	en 1 año	en 3 años	en 5 años	en 10 años	desde creación	Valor Liquidativo 30/09/2024
Rentabilidad	14,50%	0,02%	3,44%	22,70%	18,46%	51,37%	68,90%	79,99%	
TAE	-	-	-	22,70%	5,81%	8,63%	5,38%	4,24%	1,81 €

“Crisis? What Crisis?” (Supertramp 1975)

La resiliencia de este mercado es sorprendente, no hace mucho vi una viñeta sobre como una persona que había estado aislada durante cinco años volvía y, al contarle todo lo que había pasado (o estaba pasando) en el mundo, se frotaba las manos porque tenía posiciones cortas, pues la sorpresa que tenía al observar que desde el inicio de la pandemia una cartera de acciones mundiales ha crecido alrededor de un 70%, en este periodo hemos tenido; crisis del COVID; problemas globales de distribución; inicio de la invasión de Ucrania; crisis económica en China; tensión en Oriente Medio. Eventos que, hoy por hoy, siguen sin resolverse y tampoco existen muchas expectativas de que alguno se resuelva en un futuro inmediato. Sin embargo, las bolsas siguen imparables para desesperación de aquellos que pronostican el colapso financiero venidero.

El protagonismo de este tercer trimestre se centra en China, por fin parece que el gobierno y el PBOC (Banco Central Chino) se han decidido a tomar medidas contundentes, de hecho, muchos han bautizado estas medidas como el “Momento Draghi Chino”, rememorando el “Whatever It Takes” de Mario Draghi en el 2012 cuando el Euro estaba en situación límite. Esto ha hecho que el mercado de acciones chino haya sido el protagonista en las últimas semanas de mes, la gran pregunta es si esto será suficiente para revitalizar su economía. Creemos que es algo muy positivo, pero tenemos dudas de que permita el despegue económico definitivo dada la actitud de su gobierno hacia la economía, es una de las incógnitas a despejar en los próximos meses, aunque es un hecho que la valoración de su mercado es muy bajo.



Los siete magníficos durante este trimestre se han dado un respiro, lo que tiene toda la lógica, las valoraciones son exigentes en algunos nombres como *Nvidia* y reflejan unas expectativas de crecimiento muy exigente que necesitan ser digeridas.

Geopolítica aparte, lo más relevante del trimestre es el giro definitivo de los bancos centrales a iniciar un ciclo de bajadas de tipos, primero fue en agosto, luego la FED, vemos como la inflación ha evolucionado favorablemente y en Europa se cierra Agosto con un +1,8% por debajo por fin de la meta del 2% que parecía inalcanzable, esperamos bajadas adicionales y cuidado a Europa porque la situación económica comienza a ser preocupante y creemos que los tipos en la zona Euro pueden, incluso, bajar más allá de lo previsto.

Mención particular merece la evolución del precio del petróleo ¿Puede un conflicto empujar hacia arriba su precio? ¿Por qué este no ha reaccionado a la situación actual? Varias razones, primero porque el principal factor para que suba su precio es China, y de momento su economía no actúa como catalizador, desde la parte de la oferta en los últimos años el peso de la OPEP se ha visto reducido respecto al que tenía en los años 70, cuando provocó la primera crisis del petróleo, además actualmente tenemos un país como Arabia Saudí que está deseando aumentar su producción y vender más, por lo que estarán encantados de compensar una parte de la oferta de petróleo que pudiera retirarse del mercado debido al conflicto en Oriente Medio, recordar que Irán y Arabia Saudita no son aliados políticos precisamente. Por otro lado, Rusia ha encontrado vías alternativas para seguir vendiendo su petróleo a pesar de las sanciones. Todo esto son buenas noticias para la inflación y al menos en la vertiente económica es un factor de soporte muy importante para los mercados.

En un entorno global de tipos a la baja seguimos creyendo que los mercados pueden ofrecer buenas rentabilidades, si bien el riesgo geopolítico ha aumentado, si los conflictos existentes no se generalizan y el petróleo consigue aguantar y los beneficios empresariales se aceleran como esperamos, el entorno todavía será favorable para los mercados. ¿Riesgos, obvio, cuando no los ha habido?

ANÁLISIS DE LA CARTERA

Las mayores contribuciones de este trimestre han sido Fortinet (nueva entrada durante este trimestre), KKR y MSCI. Por el contrario, dentro de las peores de este trimestre están Novo Nordisk, ASML y Alphabet.

Novo Nordisk

Ha tenido un trimestre de recogida de beneficios después de presentar unas cuentas en agosto algo por debajo de las expectativas y por haber obtenido unos resultados en su píldora contra la obesidad poco alentadores.

ASML

ASML sigue navegando entre aguas turbulentas debido a la geopolítica, esta situación mantiene la compañía con una fuerte infravaloración, tenemos un precio objetivo de 1.100 Euros, lo que supone un descuento de más de un 40% por debajo del objetivo. Su absoluto liderazgo único es la que, precisamente, ocasiona que sea víctima de geopolítica y de prohibición de que pueda exportar a China con toda libertad.



Fortinet (Nueva entrada)

Fue adquirida en el mes de Julio, y durante este trimestre se ha convertido en la mejor posición del fondo tanto en rentabilidad absoluta como en contribución neta a la cartera. Nos obsesiona encontrar precios *value* en compañías de crecimiento y eso no siempre pasa y menos en empresas de gran capitalización, sin embargo, llevábamos tiempo observando como en el sector de ciberseguridad, las acciones de *Palo Alto* (ya vendida en el anterior trimestre) y de *CrowdStrike* disparaban sus valoraciones mientras que *Fortinet* se quedaba atrás con un *Free Cash Flow Yield* por encima del 4%, rango que valoramos como atractivo entre empresas de crecimiento. Tenemos por norma invertir en empresas con balances sólidos, *Fortinet* presenta deuda neta negativa y ha experimentado un fuerte incremento de margen operativo en apenas cinco años del 13% al 26%. A cierre de septiembre esta posición nos ha reportado una ganancia cercana al 30%.

KKR & Co.

Las gestoras de activos privados nos gustan especialmente, tienen activos estables lo que asegura durante muchos años una fuerte generación de cash recurrente, además los clientes de KKR es un club privado de muy difícil acceso que está acaparado por *Endowments*, *Grandes Fondos de Pensiones* y *Fondos Soberanos*, capital *perpetuo* que reinvierten en cada nuevo programa que emiten. La rentabilidad histórica de los programas de KKR es de las mejores del mercado y proporciona año a año un fuerte incremento en sus comisiones de éxito.

Apollo Globa Management, Inc. (Nueva entrada)

Hemos comprado *Apollo* por razones muy similares a KKR, ambas acciones en cartera nos dan acceso a las mejores gestoras de *private equity*, las rentabilidades de *Apollo* son la mejores dentro del amplio abanico de activos privados. Al mismo tiempo hemos vendido toda la posición que teníamos en *Brookfield* y *Brookfield Asset Management*. Aunque el comportamiento de *Brookfield* ha sido muy bueno queda lejos de los obtenidos por KKR y *Apollo* que tienen una estructura organizativa más clara a la hora de poderlas valorar.

Una de las razones para invertir en KKR y en *Apollo* es que son uno de los canales clave para canalizar la fuerte inversión en *Capex* que se espera para la próxima década, inversión que en el *Investor's Day* del 2024 de *Apollo*, han estimado que va a llegar a los 90 Trillones de dólares. Para poner en perspectiva esta cantidad, hay que recordar que el PIB de los EE.UU. es de 25,44 Trillones de dólares, Japón 4,2 y España 1,4...

Nike Inc.

Muchos "gurus" afirman que el *management* en general no tiene capacidad de modificar demasiado el curso de una compañía. Bueno, que se lo digan a *Estée Lauder*, que siempre había alardeado de ser la empresa que mejor conocía a sus clientes, lo que se valoraba como una ventaja competitiva. Digamos que su conocimiento de la clientela China no era demasiado bueno. De un máximo en el 2021 de 340\$ hoy cotiza por debajo de 100\$ debido a errores en cuanto a valorar cuanto y que podían vender, se equivocaron en cantidades y en gustos. Con Nike su CEO tomó la decisión de canalizar toda la venta vía internet y en centros propios, eliminando la mayor parte de los *dealers* independientes o simplemente suministrándoles modelos de segunda línea, principalmente grave fue eliminar la venta a través de *Foot Locker*, que tan solo en los EE.UU. posee 400 franquiciados, si a eso añadimos unos modelos de running



que se quedaron atrás frente a la evolución de la competencia, el lugar de Nike fue gustosamente ocupado por New Balance, Hooka, Puma, Brooks, New Balance y Adidas entre otros...

La caída de *Estee Lauder* y *Nike* viene dada por decisiones erróneas, sin embargo, en el caso de *Nike* que es la que tenemos en cartera, (Estée Lauder la vendimos en el 2022 por estar muy sobrevalorada) creemos que se está actuando de manera correcta, ha habido un reemplazo de CEO y como prioridades tiene rehacer canales de distribución y volver a ser líderes en zapatillas de *running*, en su última rueda de prensa posterior a la publicación de resultados comentaron que estaban trabajando en nuevos modelos para volver a primera línea. Creemos que si alguien tiene capacidad de rehacer toda esta situación es *Nike*, su imagen de marca es excepcional y su cuota de mercado es muy elevada, muy lejos del alcance de sus competidoras, recordemos que *Under Armour* hace unos pocos años ya intentaron desbancarlo y finalmente lo acabaron pagando.

Perspectivas

Menores ratios de deuda y mayores ratios de rentabilidad sobre el capital y de márgenes, estos son los ratios agregados de la cartera comparado con datos globales de acciones.

RATIOS	ACCIONES MUNDIALES	CARTERA
DEUDA NETA / EBITDA	1,37	0.75
ROE (%)	14,4	45,60
ROIC (%)	5,81	28,75
% MARGEN OPERATIVO	12,66	26,49
% MARGEN EBITDA	18,38	30.34
% BRUTO	31,54	48.14

Si analizamos la cartera desde comienzo de año, *Nvidia*, *Meta* y *Broadcom* siguen liderando las posiciones con mayor rentabilidad y con KKR que este trimestre se ha añadido en este grupo, las tres primeras han tenido este trimestre un comportamiento volátil, la presentación de resultados de *Nvidia* presentó algunas dudas sobre las expectativas de crecimiento, después contrarrestadas por su CEO afirmando que a partir del 2025 veremos resultados palpables por la venta de sus nuevos chips con arquitectura Blackwell, de los que *Jen-Hsun Huang* afirmó que la demanda de estos sobrepasa su capacidad de fabricación, mostrando un fuerte optimismo. Invertimos en *Nvidia* en el 2020, la capacidad de la compañía de ser tan solo un suministrador de tarjetas gráficas para gamers a lo que se ha convertido hoy en día es espectacular, creemos que vale la pena esperar a ver los resultados y que aún es pronto para vender la posición, aunque llevemos una rentabilidad cercana al 800%. Sus beneficios han crecido en similar proporción y la capacidad ingente de recursos de cash que pueden destinar a I+D nos antoja improbable que a corto plazo alguien le quite el liderazgo, se habla mucho de AMD pero quitarle el pastel lo vemos difícil, pero deberemos de seguir esta lucha, quizás se añada alguien más. En Tecnología nunca puedes dar por hecho un liderazgo, siempre hay que recordar lo que le pasó a *Nokia* en el nacimiento de los *Smartphone*.



Estas dudas que hemos comentado se han trasladado al sector y también han pesado en *Broadcom*, en el caso de *Meta* este trimestre ha sido normal y su subida ha sido “tan solo” de un terrestre +13%.

Este trimestre hemos visto que el liderazgo del mercado ya no ha venido dado por las *siete magníficas*, creemos que es muy positivo que otros sectores comiencen a marcar el *tempo* del mercado, esta rotación no viene dada de la casualidad, mientras los crecimientos de beneficios empresariales en estos dos últimos años ha venido liderado por las siete y por el importante catalizador de *Nvidia* y la IA, ahora se espera que el resto de sectores también vuelvan a crecer en beneficios empresariales, la bolsa global “*ex siete magníficos*” ha vivido una recesión de beneficios empresariales que ahora se espera que vuelvan a brillar.

Un ciclo de tipos a la baja, un petróleo bajo, las fuertes inversiones de capex para la próxima década deberían darnos un escenario positivo para los mercados, especialmente en los EE.UU. donde creemos que no habrá recesión económica. En Europa la actividad industrial es muy preocupante y vemos como las acciones de los fabricantes de coches caen a plomo, la demanda China cae y la incertidumbre del consumidor sobre coche eléctrico o de combustión hace que muchas compras se aplacen por no tenerlo demasiado claro.

Por desgracia, no podemos olvidarnos de la geopolítica, en el momento de redactar esta carta estamos pendientes de represalias de Israel a Irán, un conflicto a gran escala puede provocar un fuerte incremento del petróleo y hacer descarrilar este proceso desinflacionario. Otro riesgo en el horizonte es una recuperación de la economía China, su debilidad ha sido una buena noticia para luchar contra la inflación, son los principales consumidores de commodities y de petróleo, sin ellos es difícil que sus precios suban. Una recuperación económica de China, por un lado, sería buena noticia para el crecimiento del PIB mundial pero por otro lado podría poner en dificultades la lucha contra la inflación de los países occidentales vía precios de energía y de materiales.

Optimista de cara a esta última mitad de año, pero los riesgos geopolíticos han aumentado de forma muy importante, en esta última parte del año hemos realizado coberturas de cola comprando opciones de venta sobre el S&P500 que protegerían el 80% de la cartera ante caídas superiores al 15% en los mercados, creemos que en el momento actual era prudente mantener esta cobertura que tiene un coste para la cartera de un 0,5%.



Principales magnitudes

EXPOSICIÓN DE RIESGOS SOBRE PATRIMONIO

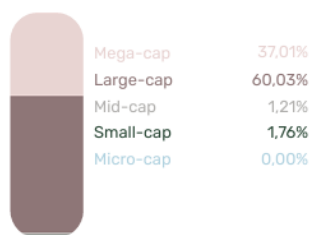
	Exposición Neta	Inversión Directa	Inversión IIC	Inversión Derivados
Renta Variable	98,53%	92,83%	0,00%	5,70%
Renta Fija	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Inversión Alternativa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

DIEZ MAYORES POSICIONES

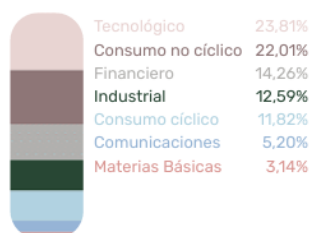
MICROSOFT CORP
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B
META PLATFORMS INC-CLASS A
NVIDIA CORP
MSCI INC
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC
BROADCOM LTD
APPLE INC
ALPHABET INC - CLASS C
VISA INC CLASS A SHARES

ANÁLISIS RENTA VARIABLE

Distribución por Capitalización Bursátil



Distribución por Sector



DISTRIBUCIÓN POR PAÍS

Estados Unidos de América 76,59%
Francia 8,10%
Italia 3,96%
Suiza 3,40%
Canadá 2,28%
Dinamarca 2,04%
España 1,87%
Países Bajos 1,78%

Riesgo de divisa distinta a euro sobre patrimonio

Dólar USA 61,74% Franco Suizo 5,44% Dólar Canadá 2,10% Corona Danesa 1,89% Libra Esterlina 0,04%

