

Magnus Global Flexible SICAV.

Carta Trimestral - Segundo Trimestre de 2025.

La prórroga arancelaria anunciada en el mes de abril fue el detonante de un fuerte rebote en mercados, finalizando este segundo trimestre con ligeras pérdidas en el año (-1,75%).

Sin embargo, el comportamiento de este trimestre es destacable, con una revalorización del +5,81% y un +14,21% desde el mínimo del 21 de abril. En este trimestre el Stoxx 600 ganó un +1,40%, el S&P500 ganó un +10,56% en USD, pero pasado a euros su rentabilidad quedaría tan solo en un +1,61%.

Como resumen un gran trimestre para Magnus donde se ha hecho substancialmente mejor que los índices valorados en euros.

Tabla 1. Rentabilidades Anuales.

2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
	19,57%	21,00%	-20,10%	18,80%	10,25%	17,18%	-11,17%	3,31%
-1,75%	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
	4,40%	3,64%	4,53%	12,16%	-0,83%	-9,20%	1,06%	

Tabla 2. Rentabilidades Acumuladas.

	Acumulado 2025	en 1 mes	en 6 meses	en 1 año	en 3 años	en 5 años	en 10 años	desde creación	Valor Liquidativo 30/06/2025 1,86 €
Rentabilidad	-1,75%	2,02%	-1,75%	6,21%	40,76%	47,96%	56,78%	84,68%	
TAE	-	-	-	6,21%	12,06%	8,15%	4,60%	4,20%	

Réquiem por el dólar. "¡No tan rápido...!"

Ya hemos consumido la primera mitad de año, no recuerdo una intensidad de eventos, noticias, tan intensa desde hace muchos años y, sin embargo, volvemos al punto de partida, con bolsas en máximos históricos. Si hubiéramos aislado a una persona durante seis meses y al salir viera la rentabilidad final de este tiempo, pensaría que ha sido un período aburrido.

Da la sensación de que han pasado años, pero arrancábamos el año con el terremoto en las tecnológicas causado por la sorpresiva irrupción de DeepSeek, que nos prometía una IA barata para todos, lo que provocó fuertes caídas en las 7 magníficas. Hemos alternado con una negociación muy agresiva del Sr. Trump durante este tiempo, alternado con un peligroso conflicto Irán-Israel donde EE. UU. se involucró directamente, el temor al cierre de Ormuz y un brusco incremento del precio del petróleo que pudiera enturbiar la buena evolución de la inflación puso muy nervioso a los mercados.

El mínimo del mercado fue marcado en abril, al final la nueva administración Trump tuvo que echar marcha atrás y dar una prórroga de 90 días para la entrada en vigor de los nuevos aranceles. Desde entonces un continuo "toma y daca" que ha desembocado en el término "Taco Trade" que comentábamos el mes pasado.





El mercado ha descontado que Trump no dejará que suceda el peor escenario posible y asume que se irán llegando a diferentes acuerdos comerciales.

Centramos este comentario hablando del protagonista negativo de este semestre, el dólar norteamericano. ¿Por qué ha habido esta salida masiva del USD? Durante estos primeros seis meses se ha puesto en duda su estatus de moneda de reserva, la irrupción del Sr. Trump, así como los últimos conflictos ha separado a Occidente de países como China y Rusia y los BRICS en general, muchos de estos países han comenzado a cuestionarse el mantener como divisa fuerte de sus reservas el dólar, lo que ha hecho que hayan vendido dólares para diversificar en otros activos o divisas. El nivel de endeudamiento del país en continuo crecimiento ha reducido la demanda de activos en dólares, al ser este considerado de peor calidad, incrementando la demanda de Oro principalmente. Como resumen, se está poniendo en duda el dólar como divisa de reserva y ha habido un fuerte flujo de salida hacia otros activos alternativos y hacia otras áreas geográficas. Francamente, entendemos que para acumular reservas los bancos centrales se decanten por el oro, pero el dólar va a continuar siendo la principal divisa de referencia y el petróleo (entre otros muchos commodities) va a seguir cotizando en dólares. La gran pregunta que hay que hacerse no es si el dólar va a perder su papel hegemónico, sino ¿qué alternativa sería existe al dólar?... ¿renminbi chino? ¿rublo ruso?, ¿euro?, ¿oro? ¿bitcoin? Las monedas de países *BRICs* no parecen muy apropiadas, no imagino a un banco central occidental utilizándolas como reserva de valor. El Oro y el Bitcoin, pero no tienen la suficiente agilidad para ser moneda de intercambio global, las *stablecoins*? Pueden ser una alternativa, pero estas comprarán dólares como reserva, por tanto, comprar *stablecoins* equivaldrá a comprar dólares. (El gran conejo en la chistera de la administración Trump para financiar su deuda, la *GENIUS Act* que regula sus emisiones).

¿El Euro? Europa tiene la oportunidad de ser alguien, siempre que se centre en seguir el Informe Draghi y apostar por mayor flexibilidad y crecimiento, pero debe de afrontar medidas estructurales que dependerá de que la UE tome realmente conciencia de la oportunidad. En este sentido el euro puede tener la oportunidad de aquí al 2030 de compartir galones con el dólar, pero en ningún caso creemos que lo pueda sustituir.

Es verdad que este año, las carteras con sesgo EE. UU. han sufrido más, pero por otro lado creemos que esto se verá compensado en los próximos meses, las compañías norteamericanas se verán favorecidas por un dólar más barato para ser más competitivas y que puede favorecer a sus resultados y su atractivo y reactivar el flujo de dinero hacia el mercado norteamericano, difícil de definir el horizonte temporal para este proceso, dependerá de lo que se tarde en finalizar este largo y agresivo proceso de negociación arancelaria.



ANÁLISIS DE LA CARTERA

Las mayores contribuciones de este trimestre han sido *Broadcom* (+52%); *AST SpaceMobile* (+80%) y *Nvidia* (+34,16%). Recordemos que en el primer trimestre *Broadcom* y *Nvidia* fueron, precisamente, los mayores detractores, ya comentábamos que sus fundamentos continuaban siendo sólidos y no vimos razones para tocarlas. En el acumulado del año, *Leonardo Spa.* es la que mayor contribución absoluta ha generado a la cartera.

En el mes de abril cerramos las PUTS sobre el S&P500 que teníamos como cobertura, que nos aportaron una importante fuente de retorno (+1,4%) que nos ayudó a mitigar las turbulencias de ese momento.

Los principales detractores de este trimestre han sido *Unitedhealth* (-45%) y *ThermoFisher* (-26%), en un trimestre muy complicado para el sector salud en general, en el caso de *ThermoFisher* seguimos creyendo en ella, sin embargo *Unitedhealth* ha sido una profunda decepción, lo que más nos disgusta es encontrarnos en cartera con acciones que tengan problemas de *compliance*, más allá de las dificultades del sector, a *Unitedhealth* se le han abierto investigaciones por fraude y conducta poco apropiada que llevó a un cambio de CEO. A nuestro modo de ver cuando una compañía tiene problemas de este tipo es una venta automática de la cartera, no importa valoración, las malas noticias pueden durar mucho tiempo. Me viene a la cabeza *Bayer* y todos los problemas que tuvieron por la adquisición de la polémica compañía *Monsanto* en el 2018, desde entonces no levanta cabeza con demandas multimillonarias, poco importa que cotice a múltiplos históricamente bajos, el castigo suele ser largo y profundo.

Este trimestre hemos hecho algunos cambios más numerosos de lo habitual, la razón es que ha sido un trimestre donde ha existido la oportunidad de adquirir algunas compañías a valoraciones anormalmente bajas, que hemos creído que eran una gran oportunidad para construir posiciones de cara al futuro. (*AMD*, *Salesforce*, *Fair Isaac*, *Boston Scientific*, *SanLorenzo*, *Siemens Healthineers*)

SanLorenzo Spa (fecha primera adquisición abril 2025) y comentario sobre sector lujo

Nos gusta el lujo en cartera, lo hemos comentado múltiples veces en nuestras cartas trimestrales, pero hay que distinguir entre lujo auténtico y simplemente consumo *premium*, no es lo mismo, pero distinguirlo es sencillo, el *premium* está al alcance de una mayoría que quiera darse un pequeño o gran homenaje, como característica principal de este tipo de consumo es especialmente sensible a una crisis económica, en bonanza económica una persona que no podamos incluir en un segmento de clase alta, puede hacer un gasto puntual en un bien, aparentemente, de lujo pero si se detecta inquietud por la economía, esa decisión de consumo quedará descartada. Por ejemplo, en un automóvil, comprarse un *Mercedes* o un *BMW* estándar está al alcance de mucha gente que tenga unos



ingresos medios-altos, sin embargo, comprarse un *Ferrari* no tiene nada que ver, su cliente tipo suele ser inmune a crisis económicas y tiene la holgura de comprarlo sin ningún problema, la resistencia del lujo auténtico a los ciclos económicos suele ser importante.

En la cartera hemos hecho ajustes en este sentido, hemos reducido *LVMH* al mismo tiempo que incrementábamos el peso en *Hermes* y junto a *Ferrari* completamos las marcas de lujo auténtico con la adquisición de *SanLorenzo Spa*. Adicionalmente hemos vendido, dentro del sector de Consumo Discrecional, *Skechers* (nos hicieron una *OPA de exclusión*) y *Lululemon*. La primera fue debido a la OPA, pero en el caso de *Lululemon* su expansión internacional era la clave en la tesis de inversión, la agresividad arancelaria y la economía China han frenado dicha expansión. En breve puede convertirse en una oportunidad por valoración, pero el entorno es muy negativo.

SanLorenzo Spa es una compañía italiana de fabricación de megayates de lujo, su mayor accionista (57% del capital) es a la vez Chairman y CEO de la compañía, la adquirió en el año 2005 y la sacó a bolsa en el 2019, la transformación ha sido impresionante, de un astillero de yates a una compañía moderna. Desde su salida a bolsa han duplicado las ventas y ha mejorado sus márgenes, manteniendo controlada su necesidad de CAPEX y siendo generadores netos de cash año tras año, dotándola de un balance muy sólido. En el momento de su compra cotiza con unos múltiplos muy bajos de un sólo dígito por lo que creemos que puede existir una importante bolsa de valor en la posición.

Leonardo Spa (venta abril 2025)

Leonardo se ha beneficiado del fuerte incremento de expectativas ante la necesidad de incrementar el gasto en defensa, los paquetes de inversión en defensa e infraestructuras aprobados por la UE y el incremento hasta hace poco del rígido límite de deuda en Alemania han disparado este tipo de acciones. La compañía tiene un amplio abanico de productos de aviónica civil y militar, pero es más conocido por ser uno de los fabricantes del *Eurofighter* junto a *Airbus*, *BAE Systems* y otras varias compañías.

Creemos que parte del mejor de los escenarios ya se ha descontado en la valoración de *Leonardo*, decidimos venderla después de haberla comprado en el año 2022 por debajo de 10€ y casi haber multiplicado por cinco en estos tres años.

Salesforce (fecha adquisición abril 2025)

Salesforce es una vieja conocida en nuestra cartera, el CRM clásico líder en su sector, ha evolucionado hasta tener una completa suite de *apps* empresariales que la han convertido en líder dentro del sector de software empresarial aplicable tanto a grandes compañías como soluciones más ajustadas a pequeños negocios. Permiten integrar *CRM*, *Marketing Digital*, *Email marketing*, *Ecommerce*, *Customer Service* incluyendo *agentes de IA*.



Cotiza con una valoración atractiva con un Free Cash Flow Yield cercano al 6% por valoración de descuento de flujos obtenemos un atractivo retorno esperado. Por comparables, el Free Cash Flow Yield de SAP AG está por debajo del 3%.

AMD (fecha adquisición mayo 2025)

Hace tiempo que seguimos muy de cerca la evolución de *Advanced Micro Devices AMD*, existe un liderazgo absoluto en el diseño de chips para IA por parte de *Nvidia*, su dominio es total y en la cartera estamos más que encantados ya que la tenemos desde el 2020 donde se ha multiplicado por más de diez veces. Si tuviéramos dos *Nvidia* o *Broadcom* por cada década ya firmábamos. También contamos con *Broadcom* en cartera desde el año 2019, en la cual incluso la rentabilidad que hemos obtenido ha sido superior a la de *Nvidia*. De esta forma el núcleo de la estructura de *datacenters* está en gran parte cubierta.

Sin embargo, desde ya hace tiempo nos preguntamos hasta cuando este dominio de *Nvidia* va a permitir, nueva competencia que aporte calidad similar a precio más razonable, lo que obligaría a *Nvidia* a reducir sus precios, algo que en algún momento es lógico que termine sucediendo.

El principal candidato hoy en día (salvo sorpresas provenientes de China...o no tan potencial sorpresa...) es *AMD*, teniendo en cuenta la inmensa cuota de mercado que tiene *Nvidia*, si *AMD* consigue morder una porción de dicha cuota de mercado el potencial de revalorización es muy importante. *AMD* no tendrá, posiblemente, la misma calidad, pero sus precios serán mucho más reducidos respecto al producto de *Nvidia*, de hecho, la CEO de *AMD*, *Lisa Su* afirma que algunos de sus productos ya son más rápidos que sus homólogos en *Nvidia*.

Creemos que *AMD* podría tener un importante recorrido al alza si realmente se confirma la evolución de su producto y consiguen quitar cuota de mercado a *Nvidia*.

Sector Salud en la cartera

En el análisis de la cartera ya introducíamos un poco sobre las vicisitudes sufridas recientemente por el sector de salud, comentado los problemas de *Unitedhealth* y la baja rentabilidad de *ThermoFisher* a pesar de su excelente evolución en cuanto a resultados.

Hemos sacado de cartera *Johnson & Johnson* (después de más de cinco años dentro) y a *Roche* (en cartera desde el 2018), la razón es que no consiguen dotar de crecimiento, cuando *J&J* en el año 2024 sacó a bolsa por separado su unidad de consumo doméstico (*Kenvue Inc.*), creímos que iba a ser un catalizador para *J&J* que se quedaba como una empresa puramente farmacéutica, sacando su unidad de consumo que en teoría era un lastre para dar números de crecimiento sostenido. La verdad es que no ha sido así, pero en líneas generales ha sido un problema sectorial y hemos asistido a un mercado que solo ha tenido ojos para nuevos productos para adelgazar, en lo positivo y en lo negativo, cualquier



decepción en los ensayos clínicos han supuesto fuertes caídas en cualquiera de las compañías, *Novo Nordisk* lo ha sufrido a pesar de ser líder, *Roche* también lo ha sufrido. De *Novo* no me voy a extender más, poco puedo añadir respecto lo dicho en cartas anteriores, la seguimos teniendo en cartera (junto a *Ely Lilly*), sigue con liderazgo total y se ha situado con una valoración que aprovechamos para comprar más acciones.

Con la venta de *J&J* y *Roche*, aumentamos el peso en *Zoetis* (medicamentos veterinarios). Especial atención merecen las nuevas entradas en cartera, *Boston Scientific* especialista en electromedicina, fabricando dispositivos para cardiología, angiología, neurología, endoscopias y urología. Igualmente compramos *Siemens Healthineers* especialista igualmente en electromedicina, más enfocados a material de diagnósticos por imágenes.

En ambos casos tienen valoraciones atractivas y dentro del sector salud son áreas donde no dependen del desarrollo de nuevas moléculas, sino que tienen una demanda más estable y predecible.

Perspectivas 2025

Vamos a continuar con una cartera de global de calidad, con métricas agregadas que si las comparamos con el conjunto del mercado tenemos un sesgo claro a compañías con balances sólidos, baja deuda, elevados márgenes y eficiencia en su asignación de capital, tal como indicamos en la siguiente tabla.

Ratios medias de las empresas en cartera VS Benchmark.

	Portfolio	Benchmark
Net Debt/EBITDA	0,64	1,67
ROE(%)	30,70	14,57
ROIC(%)	27,52	5,81
Gross Margin (%)	50,02	32,25
EBITDA Margin (%)	32,27	19,24
Operating Margin (%)	25,90	13,58
Free Cash Flow Yield (%)	2,73	3,35

Como ya hemos comentado en el comentario inicial, hemos vivido durante este semestre una montaña rusa de acontecimientos, los aranceles y el conflicto Israel-Irán nos ha traído un torbellino de noticias y contra noticias.

Este primer semestre demuestra la necesidad de establecer políticas de inversión pensadas en el largo plazo y lejos de sectores extremadamente cíclicos que se mueven al compás de los precios de las *commodities* o de los tipos de interés. Por



eso nos reafirmamos que el enfoque de inversión en compañías de calidad con balances sólidos y con capacidad de crecimiento de beneficios/cash flow por encima de la inflación es la base de inversión. Acabamos ligeramente negativos en rentabilidad, obviamente no es algo que nos guste, pero todo tiene sus ciclos de comportamiento y este año el estilo de inversión en calidad que te lleva a tener una posición importante en los EE. UU. pues ha sufrido, especialmente por la fuerte depreciación del USD frente al EUR. En nuestro caso, nos hemos mantenido la mayor parte del año con el 55% de la posición en USD cubierta, existe unanimidad en estar cortos de dólar, no conozco a ningún estratega que opine lo contrario, la pregunta es ¿queda alguien ahí fuera que todavía no esté corto de USD? En mercados financieros suele funcionar que cuando todo el mundo cree una cosa sucede lo contrario. En noviembre todo el mundo esperaba que llegara a 0,95 y ahora el consenso es que rompe el 1,20 e incluso llegar a 1,25. En mi comentario inicial he comentado mis razones para creer que el USD está lejos de perder su papel de divisa de referencia, me reitero, aunque solo sea por falta de alternativas creíbles, pero no quiero extenderme más en este tema. Por cierto ¿Nadie se pregunta si al BCE le gusta un Euro por encima de 1,20\$? Lo dudo...

Esta caída del USD puede ser, precisamente, una gran oportunidad, podemos asistir a una mayor competitividad de empresas norteamericanas y que sus incrementos en beneficios compensen esta caída del dólar.

La negociación arancelaria se alargará en la segunda mitad de año y la incertidumbre sigue siendo estando presente, pero si nos ceñimos a un escenario racional, todo el mundo sale perdiendo si este proceso se alarga, nosotros esperamos una resolución similar a la que tuvimos en el año 2018, aunque con tiempos más alargados. Tenemos una cartera de excelente calidad y las valoraciones que hemos visto durante estos meses y que en muchos casos hemos aprovechado para incrementar posiciones o introducir nuevas acciones.

Nos centramos principalmente en los beneficios empresariales, el ruido macro y político es muy elevado, trimestre a trimestre vemos unas temporadas de resultados empresariales muy buenas, nos sigue gustando EE. UU., a pesar de su reciente *underperformance* frente a Europa, nuestro criterio es simple, el crecimiento de beneficios empresariales se concentra principalmente en las grandes tecnológicas y gracias a estas el crecimiento de dichos beneficios empresariales en el S&P500 van a crecer a un ritmo superior al de Europa. Es una falacia hablar de un gran descuento de valoración de Europa frente a los EE. UU., los índices en ningún caso son comparables debido al peso de las grandes tecnológicas y al minúsculo peso de éstas en Europa. Es necesario analizar compañía a compañía y sector a sector y cuando realizas esto no sueles encontrar grandes diferencias. Incluso puede pasar todo lo contrario, SAP AG en Europa cotiza mucho más cara que algunas homólogas norteamericanas como Adobe y Salesforce. En nuestro caso, nuestra sobreponderación en EE. UU. viene dada porque las empresas que hemos comprado son norteamericanas, pero las compramos no por ser de allá, sino por su calidad.



Principales magnitudes de la SICAV.

EXPOSICIÓN DE RIESGOS SOBRE PATRIMONIO

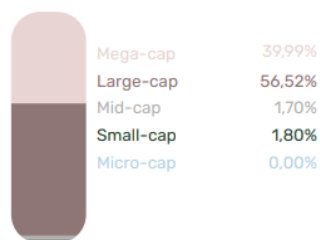
	Exposición Neta	Inversión Directa	Inversión IIC	Inversión Derivados
Renta Variable	95,17%	94,95%	0,00%	0,23%
Renta Fija	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Inversión Alternativa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

DIEZ MAYORES POSICIONES

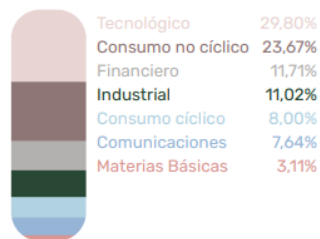
MICROSOFT CORP
ALPHABET INC - CLASS A
META PLATFORMS INC-CLASS A
NVIDIA CORP
BROADCOM LTD
ASML HOLDING NV
AMAZON.COM INC
NOVO NORDISK A/S - SPONS ADR
VISA INC CLASS A SHARES
MSCI INC

ANÁLISIS RENTA VARIABLE

Distribución por Capitalización Bursátil



Distribución por Sector



DISTRIBUCIÓN POR PAÍS

Estados Unidos de América 71,25%
Francia 8,83%
Países Bajos 4,31%
Alemania 3,70%
Italia 3,44%
Dinamarca 2,47%
United States of America 2,12%
Canadá 2,03%
Suiza 1,84%

Riesgo de divisa distinta a euro sobre patrimonio

Dólar USA 33,35% Corona Danesa 2,35% Dólar Canadá 1,94% Franco Suizo 1,78% Dólar H.K. 0,00%