



Diciembre, 2024

Mensaje de Marc

Marc Ciria. Socio fundador y presidente ejecutivo
Diagonal Asset Management, SGIIC

Hemos vivido un 2024 realmente emocionante, en el que me complace anunciar que Diagonal Asset Management ha asumido la gestión del Global Arrow Fund. Este es un reto muy importante para nuestra firma y un reconocimiento al trabajo, la dedicación y la visión que hemos construido a lo largo de los años.

Gestionar un fondo de esta magnitud no solo representa un reto apasionante, sino, también, una gran responsabilidad. Nuestro compromiso es claro: maximizar el valor para los inversores, garantizar una gestión eficiente y alineada con los principios de trabajo y transparencia, y vocación de servicio.

Además, afrontamos este desafío acompañado del asesoramiento de Xavier Brun, un profesional de gran prestigio en el mundo de la inversión. Su conocimiento y experiencia serán clave para optimizar la estrategia del Global Arrow Fund, asegurando que nuestras decisiones estén respaldadas por un análisis riguroso y una visión de largo plazo.

Pero, sin duda, lo más relevante es que 2025 marcará un punto de inflexión. Será el año en el que alcanzaremos la plenitud en la gestión, con total capacidad de decisión y sin cortapisas en el posicionamiento del fondo. Esto significa que el Global Arrow Fund será plenamente un fondo de autor, reflejando nuestra filosofía de inversión, nuestra convicción y nuestra capacidad para detectar oportunidades con el máximo rigor y libertad estratégica.

Estamos convencidos de que este nuevo capítulo traerá grandes oportunidades, no solo para nuestra firma, sino también para nuestros clientes y socios. Queremos agradecer la confianza depositada en nosotros y reafirmar nuestro compromiso de seguir innovando, creando valor y construyendo un futuro sólido para todos.

Por último, mi agradecimiento de corazón en nombre de todo el equipo de Diagonal Asset Management a los fundadores del Global Arrow, el Sr. Javier Bañares y el Sr. Joan Torres, y a todos los inversores que son los verdaderos artífices que lo hacen posible.

Marc Ciria. Socio fundador y presidente ejecutivo
Diagonal Asset Management, SGIIC

Carta a los partícipes

Xavier Brun, PhD.

Head of Equity en TREA AM, Asesor del Global Arrow

La distancia de un maratón es de 42km i 195 metros. Una disciplina que hace que uno ha de venir entrenado, motivado y con cabeza, ya que ésta te jugará malas pasadas durante la carrera. La salida del maratón 2024 se inició el 1 de enero y justo terminó el 31 de diciembre.

El tiempo de los principales índices, medido por la rentabilidad anual, ha sido dispar. Se han logrado marcas de récord, como el más del 70% de las 7 mayores empresas americanas (las magníficas 7), encabezadas por la plusmarquista Nvidia, con un +171%. Estas grandes marcas permitieron lograr buenos retornos al índice americano S&P 500, con un +23%, o el índice mundial MSCI World, con un +17%. También se han logrado marcas modestas, como el Stoxx 600, con un +5.9%, el índice suizo, con un +4.1%, el índice de bonos americanos Bloomberg US Gov/Credit con un +1.2% o el de bonos europeos Bloomberg EuroAgg con un +2.6%. Incluso, si ajustamos el gran peso que tienen las magníficas 7 en el índice americano y mundial, las rentabilidades hubieran sido algo más modestas, un 10,9% para el S&P 500 Equally Weighted y un 5,5% para el MSCI World Equally Weighted. Así como marcas negativas como el índice bursátil francés CAC 40 con un -2.2%.

El tiempo logrado para este 2024 por el fondo Global Arrow se ha situado en un +2.5%. No ha sido una de las mejores carreras del fondo, empezó el año con poca exposición a bolsa lo que le impidió aprovecharse de los buenos retornos de los primeros meses haciendo que no pudiese alcanzar a los que iban en cabeza. Pero ha sido un año de transición, en junio el Global Arrow vivió un cambio de gestora a Diagonal Asset Management y, actualmente, está en medio de modificación de folleto para poder invertir de forma directa, y no a través de fondos de inversión, para evitar, así, la doble comisión de gestión que hace que el coste para el partícipe sea mayor. Esto último se espera que esté finalizado a principios de 2025.

Cartera 2025

Con el maratón 2024 terminada, hay que mirar el maratón 2025. El entreno ha dado como resultado una cartera muy diversificada, con un peso en salud del 12% con Thermo Fisher, UnitedHealth Group o Grifols, en consumo del 8%, con Amazon, Visa o Inditex, en lujo del 8%, con LVMH, Kering o Puig, en semiconductores del 4%, con Soitec, STMicro o BESl. Así como el riesgo a un único valor controlado, con un peso máximo del 4 % en Berkshire Hathaway, el holding asegurador de Warren Buffett.

Si miramos la cartera como un conjunto, vemos que el crecimiento de beneficios para los próximos tres años se espera que sea del 44%, mayores al 34% esperado por el MSCI World, con unos retornos sobre el capital (ROE) del 25-26%, superiores al 15-16% del índice, y con un precio

por metro cuadrado de beneficio (PER) muy parecido. Con lo que el entreno nos ha dado una cartera que, bajo nuestro punto de vista, está mejor preparada que el índice.

Pero vayamos al detalle, el equipo que hemos formado para este 2025 tiene como 10 máximas posiciones los siguientes integrantes:

- **Berkshire Hathaway** (4% de la cartera): el holding de Warren Buffett, uno de los mejores financieros del mundo, tiene diversos negocios que pueden agruparse en cuatro. (1) Transporte ferroviario (BNSF), uno de los mayores de los Estados Unidos, centrado en mover mercancía entre el este y el oeste, que goza de elevadas barreras de entrada. (2) Energía (Berkshire Hathaway Energy), el conglomerado de empresas cuyo resultado es una de las empresas líderes en el sector renovables, en especial eólico, y en distribución de gas. Con más de 13 millones de usuarios y una capacidad instalada de 16 GW. (3) Negocio asegurador, en el que agrupa a Geico, tercera mayor aseguradora de coches de EEUU, a BHPG, con negocios aseguradores más nicho, y a BHRG, el brazo reasegurador. (4) Negocio manufacturero, servicio y minorista, en este último segmento se agrupan empresas que van desde consumo, como Fruit of the Loom, hasta químico, como Lubrizol, pasando por aeronáutica, como NetJets. Si a estos cuatro grupos de negocios les sumas la caja neta de la empresa y las inversiones financieras, el valor es un 18% superior y con unos crecimientos de beneficios del 23% en los próximos tres años.
- **Atalaya Mining Copper** (3.6% de la cartera): la empresa minera de cobre es la única empresa puramente cíclica, que llamamos *Deep cyclical*. Atalaya explota el yacimiento Rio Tinto en Huelva y con derechos para explotar el yacimiento Touro en Galicia. Actualmente produce unas 52.000 toneladas de cobre y tiene previsto producir unas 60.000 con la expansión que está realizando actualmente en la región. A esto, se debería añadir unas 30.000 toneladas del proyecto Touro si, finalmente, le dan luz verde, que se espera para este 2025. En 2022, la empresa australiana Sandfire, compró la minera de cobre Matsa, situada a escasos kilómetros de Rio Tinto. Por ella se pagó lo equivalente a 18.500 dólares por tonelada de capacidad instalada. Si aplicamos este número a Atalaya, que es capaz de producir 60.000 toneladas, el valor de la empresa debería ser 1.110 millones de dólares, lejos de los 600 que cotiza hoy día. Si en cambio miramos los beneficios, estos deberían ser de 125 millones de dólares en tres años, comparado con los 27 en 2024, un crecimiento del 350%. Añadir, que el cobre es uno de los minerales estratégicos para la transición energética cuya demanda se espera que crezca mucho más que la oferta en los próximos años implicando fuerte déficit en el sector.
- **Grifols** (3.6% de la cartera): una de las empresas líderes en el sector oligopolístico de hemoderivados, sufrió un ataque de un informe bajista de Gotham City Research cuyo resultado ha hecho que la empresa esté cotizando un 35% por debajo desde la publicación del documento. No obstante, durante el mismo período, el nivel de

endeudamiento ha disminuido notablemente, desde 7x Deuda Neta / Ebtida hasta 5.1x a finales de septiembre. Con un incremento en ventas, en beneficios y en generación de caja. Con una mejora en gobernanza, cuyo rating se sitúa por delante de competidores como Argenx, GSK, Pfizer o Lundbeck. Con un valor de la empresa promedio, incluyendo deuda (Enterprise Value), de más de 20.000 millones de euros. Actualmente el valor es de 17.000. Además, el crecimiento de beneficios los próximos tres años se espera que se sea del 200%.

- **Unitedhealth Group** (2.5% de la cartera): Una de las mayores empresas de salud en Estados Unidos. Tiene dos pilares, uno asegurador y un de servicios sanitarios. El primero, llamado UnitedHealthCare, es la aseguradora de salud. Aquí es líder en Estados Unidos con una cuota del 15%, por delante de Elevance Health, CVS o Cigna con un 11-12% cada una. UnitedHealth ha sido la que más asegurados ha logrado en los últimos 10 años gracias, en parte, a su cuadro médico de más de 1.7 millones de sanitarios o a su red de más de 7.000 hospitales. El segundo pilar, servicios sanitarios, es llamado Optum e incluye desde servicios sanitarios personalizados en casa (OptumHealth), la gestión de medicamentos (OptumRx) o la parte tecnológica con software sanitario (OptumInsight). Esta combinación le permite ofrecer primas de seguro muy atractivas, que hace que atraiga a nuevos clientes, que hace incrementar sus beneficios, que invierte en mejores servicios y, de nuevo, primas más ajustadas. Este círculo le ha permitido incrementar beneficios en más de un 380% estos últimos 10 años y que le permitan crecer más de un 37% en los próximos tres.
- **Thermo Fisher Scientifics** (2.3% de la cartera) empresa líder en ciencias de la salud, que va desde productos de laboratorio, soluciones para I+D, producción de nuevos fármacos, productos analíticos y de diagnóstico. Ofrece cualquier producto que un laboratorio pueda necesitar para investigar, analizar, diagnosticar o producir un fármaco. Lo más importante no son los instrumentos que vende, sino los consumibles necesarios para ellos. Es como las impresoras domésticas, donde el negocio está en los cartuchos. Thermo Fisher tiene la ventaja que está en fases de investigación preclínicas, en las que si empleas un producto es muy complicado cambiarlo por otro. En fases de producción, en los que tus clientes, las farmacéuticas, tienen medicamentos con una vida muy larga. Y en fase de diagnóstico, cuya prevención cada vez cobra más importancia. Con un sector en el que a las farmacéuticas les vencerán medicamentos por valor de más de 100.000 millones de dólares en los próximos 4 años, más un negocio con una gran visibilidad a futuro, hacen que el crecimiento de los beneficios en los próximos 3 años sea del 40%.
- **LVMH** (2.2% de la cartera): la mayor empresa de lujo del mundo, con más de 70 marcas bajo su paraguas que van desde Louis Vuitton, Loewe o Dior en ropa; Moët & Chandon, Dom Pérignon o Hennessy en bebidas; Bulgari, Hublot, Tag Heuer o Tiffany en relojes y joyería; o la cadena Sephora o el fabricante de yates Princess Yachts. En realidad, LVMH es una fábrica de hacer marcas de lujo. Poseen la clave para elevar el deseo por una

marca y hacerla más valiosa. Prueba de ello es que en los últimos 10 años cada trimestre ha logrado crecimientos orgánicos promedios de más del 10%, con tan solo el 2020 en negativo por culpa del covid y el tercer trimestre de 2024 por la desaceleración de China. Con el país asiático normalizándose, el crecimiento para los próximos tres años se espera que sea alrededor del 40%.

- **Amazon** (2.1% de la cartera): La líder indiscutible de venta online, tiene como fuente principal de beneficios el Amazon Web Services (AWS) que le permiten financiar la expansión en el negocio online. Este último segmento ofrece servicios de almacenamiento en la nube, desde almacenar las películas de Netflix o canciones de Spotify, gestionar las reservas de Airbnb hasta analizar y ejecutar datos espaciales en la nube para la NASA. Con una cuota de mercado de más del 30% es el líder indiscutible, logrando así la ventaja del tamaño y ofrecer servicios más baratos. Unos servicios cada vez más demandados por las empresas gracias a la migración de servidores físicos locales a la nube y gracias a la permeabilidad de la Inteligencia Artificial en los negocios. Con este segmento creciendo y generando mucha caja, tiene un margen operativo del 30%, puede financiar el segmento poco rentable de mercado online. Decimos poco rentable, porque a pesar de vender más de 160 productos por segundo, solo es rentable en Estados Unidos, en el segmento internacional pierde dinero. Uno de los motivos es que en EEUU el gasto por persona es de unos 900\$ anuales comparado con los 490 de Reino Unido, los 200 de Japón o los 140 de Europa (a excepción de Alemania que son de 450). Dando la vuelta a esto, mayor tamaño, eficiencia, permitiría ganar unos 20.000 millones de dólares más. Otra vía de crecimiento son los anuncios, si buscamos en Google o ChatGPT información, ¿dónde buscamos precios de artículos? En Amazon, que podría tranquilamente pasar de una cuota de mercado del 2% al 4% lo que se traduciría en 20.000 millones de dólares más. Ahora falta la última palanca, potenciar los clientes Prime. Estos han crecido hasta los 250 millones de usuarios que pagan de media unos 170\$/año. ¿qué ocurriría si, de repente, Amazon compra los derechos de los principales deportes nacionales, fútbol, golf, tenis...?. Esto le permitirá mantener crecimientos anuales del 6/8% en ventas que se traducen en 12/14% en beneficios.
- **Microsoft** (2.0% de la cartera): empresa líder en software empresarial que se agrupa en tres segmentos: Productividad y procesos de negocio (Office, LinkedIn, Dynamics 365), Nube Inteligente (Azure, SQL, GitHub) y Computación Personal (Windows, Surface, Xbox). Aunque el crecimiento de ordenadores se vea estancado o creciendo poco y, como consecuencia, las ventas de Office o Windows, la realidad es que su creación de valor no viene de aquí, si no de ser el proveedor de software empresarial. El 95% de las 100 mayores empresas del mundo usan sus productos, tiene una cuota de mercado de software de oficina del 50%, esto hace que el coste de cambio sea elevado. Prueba de ello es Teams, que ya es usado por más de 320 millones de usuarios diariamente. Otro ejemplo es Azure, el software de la nube cuyo crecimiento ha sido notable pasando de una cuota de poco más del 10% al 25% en poco tiempo. Ni los grandes como Google o

Alibaba lo han logrado. La razón es que si trabajas con Microsoft es más fácil migrar a la nube con el mismo software. Si a esto se le añade la compra de GitHub, portal para alojar código de programación de desarrolladores, ya te aseguras que los futuros programas serán escritos con tu lenguaje. En conclusión, Microsoft es el proveedor de software empresarial por excelencia y crecerá al mismo ritmo que lo hagan las empresas. Cualquier aplicación o programa para empresas que salga, Microsoft podrá desarrollarlo internamente y ofrecerlo a su agenda de contactos, que son la gran mayoría de empresas del mundo. Todo ello permite crecimientos anuales del 14/15%.

- **Visa** (1.9% de la cartera): Líder indiscutible en el mercado oligopolístico de medios de pago. Con casi 4.500 millones de tarjetas emitidas que procesan anualmente pagos por valor de 15.000 billones de dólares (miles de millones), equivalente a 10 veces el PIB español. Lejos del segundo, Mastercard, con 3.000 millones de tarjetas y 9.000 billones de dólares en pagos, y del tercero, American Express, con 140 millones de tarjetas y 1.700 billones. El resultado de esta posición hace que más negocios querrán aceptar Visa y con ellos más usuarios querrán Visa al ser aceptada por más negocios. Este efecto red, junto con las barreras de entradas, permiten un crecimiento de doble dígito en este segmento. Visa, en realidad, es como la dueña de la mayor autopista de pagos, que cobra un pequeño peaje por cada transacción que circula por ella. Estas transacciones crecerán por volumen, si el PIB mundial aumenta, y por valor, si la inflación mundial aumenta. Pero a parte de este segmento de pagos (comercial y de consumo) tiene otro segmento con crecimientos mucho mayores, que es el llamado Servicios de Valor Añadido. Este segmento ofrecer servicios como el de soluciones para evitar fraude, aumentar la seguridad, análisis y consultoría de los datos entre otros. Un ejemplo es el de crear una especie de Bizum para los pagos internacionales, ir directamente banco a banco sin pasar por varios bancos custodios que encarecen la operativa. Un segmento cuyos crecimientos son muy superiores al de la unidad de pagos. En resumen, capacidad para crecer más del 15% anual en los próximos años.
- **Soitec** (1.8% de la cartera): la empresa francesa fabricante de obleas con valor añadido para chips. Decimos valor añadido porque aplica distintas capas a la oblea que le otorgan unos rendimientos superiores a la oblea simple. Es como si compra obleas (galletas) y les añade relleno para venderlas como galletas con chocolate. Estos rendimientos superiores pueden traducirse, por ejemplo, en menor consumo de electricidad o mayor eficiencia. Características muy valiosas en el sector de telefonía móvil, en el que sus productos son el estándar para hacer los chips de Radio Frecuencia (RF- SOI). Pero también en el sector automóvil o en el de centros de datos. Esto ha permitido a la empresa pasar de ser casi mono producto (RF-SOI) a multiproducto, RF SOI para móviles, Power SOI para automóviles, o Image SOI y Photonics SOI para centros de datos. Productos que van de la mano de la necesidad de eficiencia energética de los aparatos en los que están presentes. Vista la fuerte demanda por parte de sus clientes, han

ampliada capacidad en los centros de producción que tiene en Francia, China, Bélgica y Singapur que le permitirán doblar prácticamente las ventas en los próximos 3/4 años.

Estas son las diez máximas posiciones con las que encaramos el maratón 2025, horas de entreno que dan como resultado negocios con claras ventajas competitivas en sectores de crecimiento que ofrezcan crecimientos de doble dígito de forma sostenible. En resumen, empresas *compounder*.

Pero un maratón no son únicamente horas de entreno, sino mentalidad. No tomar decisiones erróneas ni precipitadas. Somos conscientes que el mercado se moverá al calor de los *tweets* de Trump, de sus aranceles, de los posibles cambios políticos en países como Alemania, de alcanzar acuerdos de paz en países como Ucrania, de los cambios de expectativas de inflación en Estados Unidos o Europa que impliquen cambios en tipos de interés o de los crecimientos que vengan de China. Porque el entreno no ha sido focalizado en posibles resultados políticos o económicos, sino focalizado en incorporar negocios resilientes, con vocación a largo plazo, que lo hayan hecho bien en el pasado porque es la mejor proyección a futuro.

¿nos acompaña?

"La maratón no te define por el tiempo que haces, sino por la determinación con la que corres."

Paul Tergat, maratonista keniano que ostentó el record mundial en 2h04:55 desde 2003 hasta 2007.

Muchas gracias por su confianza, nuestra más preciada inversión.

Un saludo,



Xavier Brun, PhD. Head of Equity Trea AM
Asesor del Global Arrow

DISCLAIMER:

*“La información contenida en esta carta, está emitida como la opinión del asesor del fondo en función de su política de inversión. **Le recordamos que siempre es recomendable consultar a su propio asesor financiero con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia o idoneidad.***

*Esta carta **no supone una oferta de venta ni una invitación o recomendación de suscripción de valores, de inversión o de adquisición de servicios de inversión, ni debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión** y no sustituye a la información de los Datos Fundamentales del Inversor o cualquier otra inversión legal.*

Esta presentación, elaborada por el asesor, está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información contenida en la presentación ha sido suministrada por tercero, diferentes al emisor, si bien, y salvo mejor opinión, entendemos es fiable no obstante no haber sido verificada por un experto independiente y, en consecuencia, no puede ser garantizada.

Trea Asset Management, SGIC, SA ni Diagonal Asset Management, SGIC no tendrá responsabilidad alguna por cualquier reclamación derivada del uso de la información facilitada. “