



Carta Trimestral a Inversores

Millennial Fund FI

3T-2025



Octubre 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 tercer trimestre de 2025 se ha caracterizado por un comportamiento bursátil sorprendentemente sólido en un **entorno geopolítico complejo**, donde los conflictos abiertos, la fragmentación comercial y la elevada deuda pública global contrastan con unos mercados que han continuado marcando nuevos máximos.

La sensación dominante ha sido la de **optimismo complaciente**, sustentado en la expectativa de un ciclo de recortes monetarios suaves y en la expansión de la inteligencia artificial como nuevo motor de crecimiento, pese a las señales de agotamiento en algunos indicadores adelantados.

En **Estados Unidos**, la Reserva Federal inició en septiembre su ciclo de relajación monetaria, con un recorte de 25 puntos básicos que situó el rango oficial en 4,00 %-4,25 %. El movimiento respondió a la moderación gradual del empleo y del consumo, pero también a la necesidad de contener los tipos reales en un contexto de déficit público estructural y expectativas de expansión fiscal si se confirma la continuidad de la Administración Trump. Aun así, el discurso de la Fed ha seguido siendo prudente, consciente de que un relajamiento excesivo podría reavivar presiones inflacionarias en el tramo largo de la curva. El Treasury a 10 años cerró el trimestre en torno al 4,2 %, mientras la renta variable estadounidense mantuvo su liderazgo global, impulsada por la concentración extrema en las grandes tecnológicas.

En la **Eurozona**, el crecimiento se mantuvo débil pero positivo. Alemania continúa saliendo de su estancamiento, mientras Francia sigue lastrada por la incertidumbre política y fiscal. La inflación repuntó levemente hasta el 2,2 % en septiembre, lo que llevó al BCE a mantener el tono de cautela tras el recorte de tipos de junio. El Bund alemán a 10 años se estabilizó cerca del 2,6 %, con una curva más plana y diferenciales franceses aún elevados. Destaca, sin embargo, el giro de Alemania hacia una política fiscal más expansiva, con la creación de un fondo de infraestructuras de 500.000 millones de euros (≈ 13 % del PIB) y la exclusión del gasto en defensa del techo de deuda, medidas con potencial efecto multiplicador para toda la región a partir de 2026.

Por su parte, los **mercados emergentes** ofrecieron un desempeño heterogéneo, con Asia beneficiándose de flujos hacia sectores industriales y tecnológicos, mientras Latinoamérica acusó la fortaleza del dólar. China continúa estabilizando su actividad industrial tras los estímulos fiscales y monetarios del primer semestre, aunque la confianza del consumidor sigue rezagada.

La **renta variable global** prolongó su tendencia alcista, liderada por las compañías vinculadas a la inteligencia artificial y a la digitalización. En EE. UU., las denominadas Siete Magníficas (Amazon, Microsoft, Apple, Alphabet, NVIDIA, Meta y Tesla) ya representan más del 35 % del valor total del

S&P 500, un grado de concentración sin precedentes. Su peso, unido a unos múltiplos próximos a 23 veces beneficios futuros, sitúa al mercado norteamericano en niveles característicos de etapas avanzadas del ciclo.

En contraste, **Europa cotiza a múltiplos mucho más razonables** ($\approx 14,5$ veces), lo que implica un descuento relativo cercano al 35 % respecto a EE. UU. y refuerza el atractivo de los negocios europeos de calidad. Esta divergencia entre valoración y peso económico es hoy más evidente que nunca: Estados Unidos supone el 65 % de la capitalización del MSCI ACWI pero solo el 26 % del PIB mundial, mientras Europa representa apenas el 14 %, ligeramente por debajo de su contribución económica real.

Más allá de esta comparación entre regiones, donde identificamos mayores oportunidades a medio plazo es en el segmento **de small y mid caps globales**, un universo que sigue cotizando con amplios descuentos frente a las grandes capitalizadas tras varios años de abandono relativo. Muchas de estas compañías —sólidas, rentables y con balances saneados— ofrecen hoy una **asimetría riesgo-retorno muy superior a la media del mercado**, reflejando tanto su menor seguimiento por parte de analistas, como la preferencia generalizada por los grandes índices. Este contexto abre un espacio fértil para la gestión activa y para estrategias bottom-up basadas en valoraciones atractivas y generación de caja recurrente.

En **renta fija**, el trimestre estuvo marcado por una moderación de la volatilidad tras un primer semestre convulso. La combinación de expectativas de recortes de tipos y datos de inflación más contenidos permitió cierta recuperación en los precios, especialmente en los tramos intermedios de la curva. Las **emisiones corporativas** de alta calidad volvieron a captar interés, ofreciendo yields históricamente atractivos en el rango del 3 – 4 %, mientras los inversores mantuvieron una preferencia clara por duraciones cortas y emisores con grado de inversión.

Las **materias primas** mostraron un comportamiento mixto. El **oro** superó los 4.000 USD por onza, respaldado por las compras sostenidas de bancos centrales y por su papel como activo refugio ante la inestabilidad global. El petróleo se mantuvo estable, con ligeras tensiones por el lado de la oferta, y el cobre prolongó su tendencia alcista ante la escasez de proyectos nuevos y la expectativa de demanda futura vinculada a la electrificación y a la transición energética.

En síntesis, el trimestre confirmó la resiliencia de la economía global y la capacidad de los mercados para sostenerse sobre narrativas de innovación y liquidez, aun con riesgos evidentes de sobrevaloración en determinados segmentos. El **contraste entre euforia tecnológica y prudencia macro vuelve a centrar el debate sobre la sostenibilidad de las valoraciones**. Desde una óptica de largo plazo, la disciplina, la diversificación y la preservación del capital siguen siendo los pilares fundamentales en un entorno donde la complacencia puede ser, de nuevo, el principal riesgo para el inversor.

En este entorno exigente y cambiante, somos firmes en nuestras **convicciones**, pero nunca con una mentalidad rígida y corregimos cuando la situación lo precisa; eso sí, siempre muy disciplinados aplicando un **riguroso análisis**.

Cómo ha ido Millennial Fund

El fondo ha tenido un comportamiento positivo en este tercer trimestre de 2025, con una **rentabilidad del +6,10%**. La **exposición media a renta variable** durante el período ha sido del **73%**, la exposición a renta fija se ha situado en torno al **12%**, y hemos mantenido un **15%** del patrimonio en **liquidez y activos monetarios**.

El fondo se ha comportado muy positivamente en este trimestre. Los mercados, de manera generalizada, también lo han hecho. Los sucesivos acuerdos en términos comerciales entre los distintos países y EE. UU., han ido calmando a los inversores y el optimismo ha vuelto a las bolsas. El dólar, por otra parte, se ha mantenido relativamente estable por lo que no ha continuado restando rentabilidad. Así, nuestros mayores **contribuidores** durante el período han sido Alibaba Group, Ecora Resources y Alphabet Inc, mientras que los **detractores** más relevantes han sido Paypal Holdings, McCoy Global y Fairfax India.

Siempre comentamos que la cartera mantiene una situación agnóstica en cuanto a la capitalización bursátil de las compañías se refiere; esto hace que, debido al entorno actual, gran parte de la cartera esté invertida en compañías denominadas **SMID caps** (Small and medium cap companies). Sin embargo, pese a que las compañías de pequeña y mediana capitalización sigan por detrás en términos de rendimiento vs las grandes compañías, consideramos que los negocios que tenemos en cartera tienen catalizadores de valor que se materializarán en los próximos 18 meses, esto es, entre este año y el próximo.

Un ejemplo claro de esto es **Ecora Resources**, compañía cuya tesis comentaremos en detalle más adelante en la carta, debido a los continuos anuncios que hacen de “*de-risking*” de la tesis de inversión aumentando el valor para los tenedores de acciones de la compañía. **Dr Martens** y **Burberry** también han sido claros ejemplos, comentadas en la carta anterior, dos compañías de retail con marcas reconocidas que estaban siendo sobre penalizadas por el mercado. En este caso seguimos creyendo que el valor de su equity es bastante mayor al actual pese a que ya hayan experimentado rallies considerables.

Por tanto, pese a que la composición de la cartera no es exclusiva de grandes compañías, consideramos que la proyección de valor y TIR prospectiva de ésta es muy atractiva para los partícipes del fondo. Compañías como **McCoy Global**, **Delfi Ltd** (comentada más adelante) y **Allfunds Group**, entre otras, consideramos que, pese a ser ya buenos negocios, tienen catalizadores claros que deberían hacer que la TIR prospectiva se convierta en TIR realizada.

Este trimestre hemos realizado **ajustes tácticos** de peso, principalmente reducciones, en algunas de las compañías de la cartera, para cumplir con los límites regulatorios del fondo de inversión. En cuanto a salidas o incorporaciones a la cartera, no ha habido ninguna salida, pero sí que se han producido **3 incorporaciones**. Estos son sus breves racionales:

1. **UnitedHealth Group**: hemos querido aprovechar la oportunidad en un negocio de muy alta calidad pero que está pasando por problemas, tanto a nivel individual como sectorial, que consideramos temporales. UnitedHealth se dedica al sector salud y abarca la parte de seguros y hospitales. La compañía ha tenido un año plagado de volatilidad y eso nos ha dado la oportunidad de abrir posición en una compañía, que es en nuestra opinión, de alta calidad. Consideramos que la compañía puede valer en torno a 450-500 USD/acción en un caso base con expectativas razonables.

2. **Cronos Group:** Cronos es una de esas tesis de inversión que reúne todos los parámetros que nos gustan. Es una compañía canadiense dedicada al sector del cannabis, el cual está completamente descapitalizado. En el momento de compra era una net-net (el valor de su caja era mayor que el de su capitalización bursátil) sin deuda y creciendo a ritmos de +25%. Consideramos que la compañía vale mucho más de lo que vale ahora y tiene tres catalizadores claros en el horizonte:
 - a. Reclassificación del cannabis en EE. UU.
 - b. Reforma del excise tax en Canadá.
 - c. Expansión productiva que duplicará el volumen de producción.

3. **Constellation Software Inc:** Constellation es otra de esas compañías que rara vez brinda la oportunidad de comprarla con un drawdown de más de un 20 o 25% desde máximos, pero esta vez se ha dado el caso. Las acciones de la compañía han sufrido volatilidad tras los comentarios de Mark Leonard (su CEO) sobre la IA y el software, así como su posterior marcha de la compañía por motivos de salud. Consideramos que la compañía, su estructura y el trabajo de Leonard en relación con la cultura y procesos de la empresa, son claves para que ésta pueda seguir aplicando su modelo de negocio sin la supervisión constante de su aclamado CEO. Pensamos que Constellation podrá seguir encontrando esas oportunidades de M&A en negocios software para poder integrarlos verticalmente, generando TIRes superiores al 15%.

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 3T2025

Ecora Resources PLC

Ecora Resources es una compañía que ya hemos comentado anteriormente en la Carta del primer trimestre de 2024. Haciendo un breve resumen del negocio: Ecora Resources se dedica a financiar proyectos mineros a cambio de un **royalty**, normalmente entregado como una parte de la producción de la mina. La compañía está centrada en minas de **metales básicos, tierras raras y metales para baterías**.

Ecora ha sido una empresa odiada durante bastante tiempo por la comunidad inversora. Desde su pico en 2022, la cotización se desplomó un 73% hasta el mínimo registrado este año post-*Liberation Day*. Sin embargo, diversos factores han ido cambiando el estado de la compañía, así como el sentimiento inversor. Como explicamos en su día, nuestra tesis de inversión se basaba en la **valoración ridícula** a la que cotizaba Ecora (y continúa cotizando), además de que observamos

que el equipo directivo estaba tomando, bajo nuestro punto de vista, los pasos acertados para ir aflorando el valor de la compañía.

¿Cuál es el equity-story de la compañía? Ecora ha sufrido un gran cambio dentro de su cartera de royalties en los últimos tiempos, pasando de royalties de carbón, hacia royalties de materiales que aceleran la electrificación y la transición energética. Este cambio se ha dado a través del reciclaje de los cash flows procedentes del “legacy-royalty” de carbón metalúrgico denominado Kestrel y la venta de otros activos relacionados con el carbón. De esta manera, la compañía adquirió un portfolio de royalties procedentes de South32, compañía que tras la transacción se convirtió en el mayor accionista de Ecora.

Desde entonces, la compañía, que tiene una cartera de royalties bastante diversificada en cuanto a si los proyectos están en producción, en desarrollo o en fases iniciales y también en cuanto al tipo de metal (siendo el cobre el principal), ha ido desarrollando lo que serán los cash flows de los siguientes 10-20 años.

Entrando en materia, podríamos decir que Ecora, actualmente, tiene varios royalties importantes:

- **Voisey's Bay:** Royalty de cobalto ubicado en Canadá.
- **Mimbula:** Royalty de cobre ubicado en Zambia.
- **Mantos Blancos:** Royalty de cobre ubicado en Chile.
- **Maracás Menchen:** Royalty de Vanadio ubicado en Brasil.
- **Kestrel:** Royalty de carbón ubicado en Australia.

Poniendo números, según nuestras estimaciones, estos royalties en este año podrían llegar a producir en torno a unos **80-90 MM de USD de EBITDA**, cotizando la compañía unos 390 MM de EV (*Enterprise Value*) según nuestras estimaciones. Sin embargo, este EBITDA podríamos decir que es un “one-off” debido a que se espera que Kestrel, a partir del próximo año, deje de aportar significativamente al P&L de la compañía. Quitando Kestrel de la ecuación, nuestras estimaciones para 2026 es la de **45 MM de USD de EBITDA**.

Siguiendo con otros royalties aún en desarrollo, existen proyectos que se espera que aporten de manera significativa, estos son:

- **Santo Domingo:** Royalty de cobre en Chile.
- **West Musgrave:** Royalty de níquel y cobre en Australia.
- **Piauí:** Royalty de níquel y cobalto en Brasil.
- **Vizcachita:** Royalty de cobre en Chile.
- **Phalaborwa:** Royalty de tierras raras en Sudáfrica.

Teniendo esto en cuenta, Ecora, según nuestras estimaciones, debería producir, de manera estable, en torno a unos 100 MM \$ de EBITDA a partir de 2029-2030, a precios actuales de estas materias primas, estando muchas de ellas deprimidas en precio.

Pese a esto, como hemos explicado, el mercado no se ha lo ha creído y ha ido castigando la cotización hasta hace unos meses, donde parece que el sentimiento inversor cambió por diferentes motivos:

1. **El precio del cobalto:** El cobalto es un metal dominado por la República Democrática del Congo (RDC). A principios de año, el cobalto estaba cotizando a 20.000 USD/MT, en

términos reales, el precio más bajo de la historia de la cotización del metal. Debido a esto, la RDC impuso una restricción a las exportaciones de cobalto, lo que hizo que el precio se fuera a los 33.000 USD/MT, para meses después, imponer un sistema de “export-quotas”, lo que ha impulsado el precio hacia nuevos máximos de 43.000 USD/MT. En otras palabras, el cobalto ha doblado su precio YTD.

2. **El precio del cobre:** El precio del cobre ha sufrido volatilidad, pero también ha subido, alcanzando los 10.600 USD/MT, un +20% YTD.
3. **La adquisición del royalty de Mimbula:** Esta adquisición se hizo para dar mayor visibilidad y estabilidad a los cash flows de este año y los próximos. La operación se financió con deuda, pero se estructuró de una manera óptima para acelerar el desapalancamiento post-transacción.
4. **Voisey’s Bay:** El ramp-up de producción en la mina de cobalto de Voisey’s Bay.
5. **Administración Trump:** La llegada de Trump y las operaciones por las tierras raras. La operación de MP Materials, sienta precedente sobre los precios de las tierras raras. Este evento ha hecho de “*de-risking*” en el racional del royalty Phalaborwa.
6. **Evento corporativo:** La venta del royalty de Dugbe Gold. La compañía vendió un “non-core asset” que era un royalty de oro, aprovechando el buen momento del metal precioso y así poder desapalancar más rápido el balance. En nuestra opinión, esto fue un movimiento acertado.
7. **Santo Domingo:** Capstone Copper (operador de Santo Domingo) anuncia la venta del 25% del proyecto lo que acelera el proceso de financiación y la puesta en marcha del proyecto.

Todo esto ha hecho que la cotización de las acciones se haya revalorizado un +36% YTD que, sumando un +4,6% de rendimiento de dividendo, suman **+40,5% de total return** a viernes 17 de octubre.

Pese a estas revalorizaciones nosotros pensamos que aún queda camino por delante. La compañía debería cotizar a precios mucho más elevados. Consideramos que la diferencia entre nuestra tesis de inversión y el mercado viene dada principalmente por las tasas de descuento que aplicamos nosotros. También cabe destacar, que nuestras proyecciones sobre los cash flows del negocio no incluyen estas últimas subidas de precio y nuestra valoración no incluye ninguna opcionalidad positiva.

Según nuestras estimaciones, **la compañía debería valer en torno a 120-130 peniques por acción** como mínimo, es decir un +40% desde precios actuales. Esto es sin tener en cuenta, los precios actuales de las materias primas, que estos precios puedan seguir revalorizándose, una bajada del tipo de descuento al entrar proyectos en producción, eventos corporativos (dividendos/recompras), entre otros.

Entonces, **¿en qué se basa nuestra tesis de inversión?** Consideramos que la compañía vale bastante más de lo que nos indica el mercado actualmente. Nuestra tesis de inversión se basa en 3 pilares:

1. **Ramp-up de producción** en la mayoría de los royalties de la compañía que es lo que impulsará el **crecimiento orgánico de los cash flows manteniendo los precios constantes**.

2. **Desapalancamiento** del balance que hará que el “*equity value*” de la compañía se vea beneficiado.
3. Continuo progreso en los royalties en desarrollo y fases iniciales que harán que el **tipo de descuento** aplicado por el mercado **baje**.

¿Cuáles son los catalizadores para en el corto y medio plazo para desbloquear este valor oculto? Existen varios catalizadores que apoyarán la cotización de la acción:

1. Expansión en Voisey’s Bay y Mimbula.
2. Fase 2 del estudio de Mantos Blancos.
3. Estudio de viabilidad definitivo de Phalaborwa.
4. Resultados trimestrales mostrando el crecimiento de los royalties por metales básicos.
5. Otros catalizadores relacionados con proyectos de más largo plazo.

Como hemos dicho, nosotros pensamos que la compañía vale bastante más de lo que se muestra actualmente. En nuestro escenario base de valoración, derivado de un **modelo de descuento de flujos de caja** que se basa en:

- Dos periodos explícitos en el tiempo desde 2025 hasta 2030 y desde 2031 hasta 2051
- Una tasa de descuento del 13% para el primer periodo y una tasa del 10% para el segundo periodo. La tasa del primer periodo deriva de añadir primas por tamaño, perfil crediticio y de incertidumbre de cash flows al coste de capital que consideramos adecuados para este tipo de negocio (10%). La tasa del segundo periodo se define como ese 10% necesario.
- Nuestras estimaciones del FCFE (Free Cash Flow to Equity) que la compañía va a generar durante ambos periodos.

DCF Valuation (Millions USD)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Free Cash Flow to Equity	61,74	9,05	6,75	16,15	35,47	94,72
	182%	-85%	-25%	139%	120%	167%
Time factor	0,20	1,20	2,20	3,20	4,20	5,20
Present Value of FCFE	60	8	5	11	22	51
Present Value of FCFE from 2031 to 2051						263
Equity Value						420
Shares Count						252
FX GBP/USD						0,7448
Value per share in GBp						124,01

Ilustración 1. Valoración por DCF de Ecora Resources. Elaboración propia.

Aunque estimamos que el valor real de la compañía está un +40% desde precios actuales, consideramos que nuestro caso base supone una valoración conservadora. Esto indicaría que la compañía cotizase a 0,85x-0,90x valor en libros. **¿Por qué la cotización de la compañía no podría reflejar optimismo y cotizar por encima de su valor en libros?** Sinceramente, no vemos razón por la que esto no pueda ocurrir si la compañía sigue ejecutando el plan que tienen en mente y desapalancan el balance.

Realizando un ejercicio de comprensión:

Price to book valuation	Ecora Resources
2026 Book Value	459,47
Book Value multiple	1,50x
Equity Value	689
Shares count	252
FX GBP/USD	0,7448
Value per share in GBp	203

Ilustración 2. Valoración por según el valor en libros estimado.

Como podemos observar, la compañía valdría prácticamente 2,5 veces su valor actual. La realidad es que comparables como **Labrador Iron Ore Royalty Corporation (LIORC)**, **Deterra Royalties o Altius Minerals**, cotizan a múltiplos muy superiores de 1,5x valor en libros. Todos ellos están por encima de las 2x valor en libros.

En definitiva, pese a que desde mínimos ECORA lleve un rally de +75%, consideramos que aún la compañía está bastante infravalorada por el mercado. Creemos que esta oportunidad de inversión continúa teniendo un perfil bastante asimétrico y consideramos que la **TIR prospectiva de la compañía es bastante atractiva para los partícipes del fondo.**

Delfi Ltd

Delfi Ltd es una de las compañías que aún nos habíamos nombrado en ninguna de las cartas trimestrales de Millennial Fund FI. La posición del fondo en Delfi, en comparación con las demás, es de un peso medio.

Delfi es una empresa que se dedica a **elaborar chocolate** en la región de **Asia Pacífico**. Es una compañía cuya sede está en Singapur, cotizando en el mercado de dicha plaza; sin embargo, su negocio principal está en Indonesia. Además de Indonesia y Singapur, sus operaciones también abarcan Filipinas y Malasia. Podríamos decir que, pese a que sus productos se exporten a más regiones como India, Corea del Sur o Vietnam, estos países son su mercado “core”.



Ilustración 3. Regiones donde opera Delfi Ltd.

La compañía opera a través de dos segmentos de negocio que explicaremos a continuación:

- **Own brands:** Este segmento se basa en la producción de productos relacionados con el chocolate y el snacking, hablamos de productos como tabletas de chocolate, wafers, galletas, entre otros. La cuota de mercado de Delfi es de alrededor del 40% apoyada por marcas como: SilverQueen, ChaCha, Van Houten, entre otros
- **Agency Brands:** Este segmento se basa en la distribución de terceras marcas por los mercados en los que opera Delfi Ltd. La plataforma de distribución de Delfi sirve a compañías internacionales de consumo que quieran expandirse en Asia Pacífico.

Con esta breve descripción del negocio, podemos definir la compañía como la típica compañía aburrida que hace y vende productos, **¿Dónde está lo interesante?** Bien, desde nuestro punto de vista, Delfi Ltd posee 2 MOATs importantes. Uno relacionado con el segmento de Own Brands y otro relacionado con el segmento de Agency Brands. Los explicamos a continuación:

1. Este **MOAT** es probablemente el más importante de todos y por lo que consideramos que la compañía es de una alta calidad. Todo esto relacionado con el **chocolate** y la región en la que opera Delfi. Asia Pacífico, tiene **temperaturas medias muy elevadas**, entre los 25º y los 33º Celsius y es una región muy **húmeda**. Además, estos países tienen otra particularidad, están dominados por **pequeñas islas** (véase la ilustración número 3).

El chocolate debido al tipo producto que es, debe conservarse a una temperatura entre 15º y 18º Celsius con una humedad inferior al 60%. Esto hace que tener una buena plataforma de distribución sea clave para que la experiencia de degustar chocolate no se torne en una **experiencia negativa**.

La **plataforma de distribución** de Delfi es la mejor barrera o foso defensivo frente a amenazas de los competidores grandes como Nestlé, Hersheys, Mars, entre otros. Debido a la complejidad y el CapEx necesario para crear su propia plataforma de distribución, éstos prefieren dejar por el camino algo de margen por el camino a cambio de que Delfi distribuya sus productos.

2. El segundo **MOAT** es el **poder de marca** que tiene Delfi después de llevar más de 50 años operando en Indonesia. Esta experiencia le ha dado a Delfi el suficiente conocimiento del consumidor para crear productos que gusten, consiguiendo así retención de consumidores y lealtad de marca.

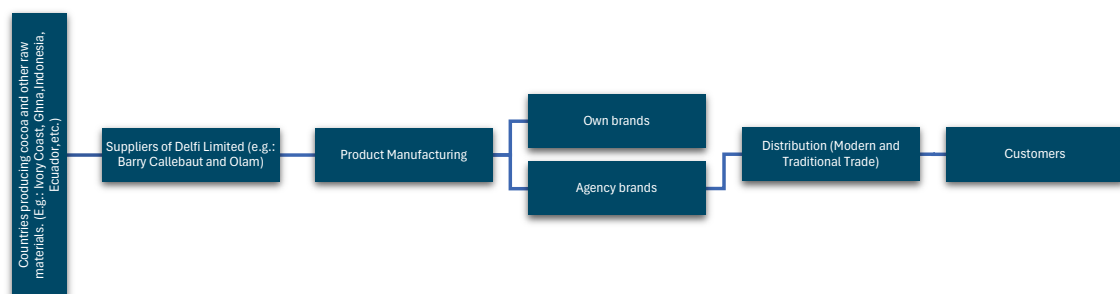


Ilustración 4. Negocio de Delfi Ltd. Elaboración propia.

Pese a tener esta calidad, la cotización de la compañía se ha visto sometida a una gran **presión bajista** desde sus máximos en 2021, **cayendo un 44% hasta los precios actuales**. Existen diversos motivos por los que ha ocurrido esta caída siendo el más importante el elevado precio del cacao.

El **cacao** es el **input fundamental** en los productos de Delfi Ltd como confeccionador de chocolate. Los precios del cacao han pasado de 2.000 USD/MT a llegar a alcanzar los 13.000 USD/MT habiendo retrocedido hasta los 6.000 USD/MT actuales. Esto ha hecho que los **costes** de los productos se **disparen**. Pese a este incremento tan grande, el equipo directivo ha logrado ir capeando la tormenta con aumentos de precio, reducción de costes, gestión del inventario, promociones, entre otros. Esto que ha sido un viento de cara, ahora puede convertirse en el viento de cola más importante para la tesis de inversión.

El cacao es el corazón del negocio del chocolate. La cadena de valor es bastante sencilla, la explicamos visualmente en la siguiente ilustración:

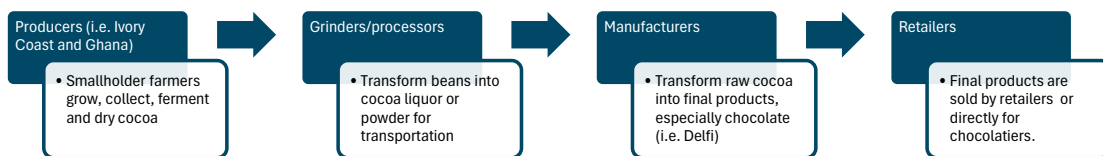


Ilustración 5. Cadena de valor del cacao. Elaboración propia.

Como observamos, la cadena de valor grosso modo cuenta con 4 principales actores. Sin embargo, para los precios del cacao, los más importantes son los productores del haba del cacao, es decir, los agricultores.

El cacao es un **árbol** que produce unas **vainas** en las que dentro se encuentra el **haba** utilizada para hacer chocolate. Los árboles de cacao pueden vivir hasta 100 años, pero su fase productiva dura 25-30 años, dependiendo de como hayan sido tratados estos árboles. Normalmente, el árbol de cacao **empieza a dar frutos entre el año 3º y 5º de cultivo** y el crecimiento óptimo ocurre entre temperaturas de 20º a 32º Celsius (por debajo de los 20º Celsius el árbol no da frutos). Podríamos decir que el árbol de cacao es una planta delicada que requiere unas condiciones específicas. Debido a esto, los principales productores de cacao son Ghana, Costa de Marfil y algunos países de América del Sur.

¿Por qué el precio del cacao se ha disparado? Debido a un fenómeno meteorológico denominado **“el Niño”** que se dio en 2022 y la **poca inversión que ha habido para mantener las cosechas en una manera óptima**. Este fenómeno meteorológico se define como un calentamiento anómalo de las aguas superficiales del Océano Pacífico, afectando el clima global. Esto ha hecho que las cosechas de cacao se estresen y produzcan menos, reduciendo la oferta significativamente y provocando déficits importantes. Teniendo en cuenta que la **demandas del chocolate ha ido creciendo por encima de la tasa del PIB mundial**, un déficit de oferta de este nivel es lo que ha hecho que los precios de la materia prima se disparen.

Aunque el precio del cacao haya subido, como sabemos esto tiene un **alto componente cíclico**, y el ciclo, bajo nuestro punto de vista, ha empezado a revertirse. Este incremento del precio del cacao ha incentivado a los productores a plantar más árboles, que como comentamos anteriormente, tardan entre 3 y 5 años en dar frutos. Recordemos que esto ocurrió en 2022. Además, estos altos precios han hecho mella en la demanda del chocolate.

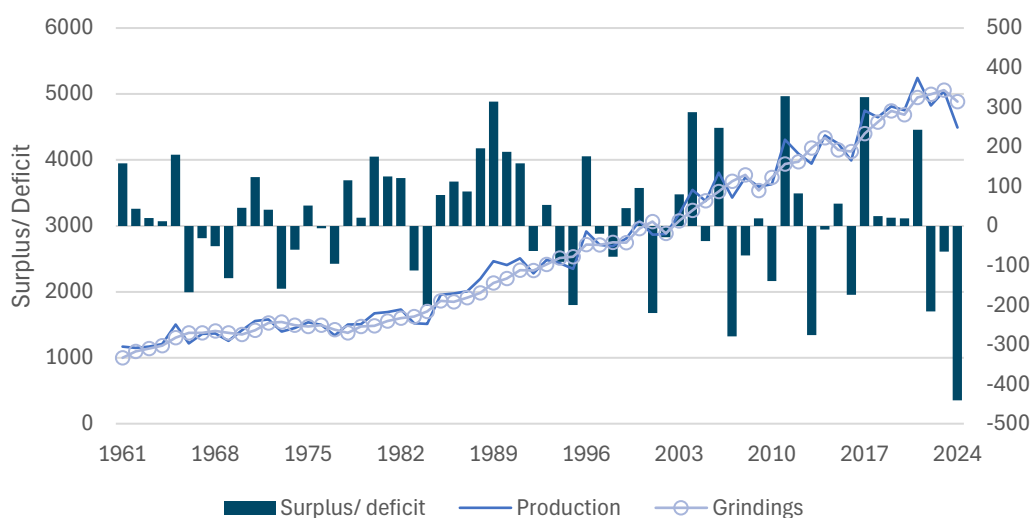


Ilustración 6. Excedentes/Déficits de cacao. Dinámicas de oferta y demanda. Elaboración propia.

Dejando a un lado el cacao, queremos comentar brevemente la composición del accionariado y del equipo directivo de la compañía. Delfi Ltd es una empresa familiar donde el **52% de la empresa** está en manos del **fundador y CEO de la compañía John Chuang**. Han creado la compañía y la han llevado hasta donde esta ahora, siempre con una visión de largo plazo.

En el ámbito competitivo, el comparable directo que más semejanza tiene con Delfi es **Mayora Indah**. Mayora Indah es un productor de una cartera productos mucho más diversificada que Delfi (cuya especialidad es la confección de Chocolate).

Habiendo explicado todo lo anterior, **¿cuáles son los pilares de nuestra tesis de inversión?**

- Calidad del modelo de negocio, equipo directivo alineado con los accionistas minoritarios y una estrategia clara.
- Un potencial de crecimiento muy atractivo que proviene de factores demográficos positivos. Esto se resume en que los países de Asia Pacífico tienen una pirámide demográfica normal, es la zona más poblada del mundo y la clase media (principal consumidor de chocolate) está en auge.
- Un balance y posición financiera impecables.
- Una valoración que, a nuestro parecer, es irrisoria.
- Catalizadores claros para desbloquear el valor oculto de la compañía.

En términos de análisis puramente financiero y de valoración, nos encontramos con una compañía que capitaliza **380 MM de USD** (cotiza en SGD, pero hemos convertido a USD debido a que reportan en USD), y tiene a cierre de junio una posición de **caja neta de unos 62 MM de USD** y que, este año, según nuestras estimaciones va a producir unos **45-50 MM USD de EBITDA**. Esto quiere decir que la compañía, estaría cotizando a unas **6,5x EV/EBITDA**.

Nuestra **estimación de valor en nuestro caso base**, que consideramos conservador, derivado de un modelo de descuento de flujos de caja, está en unos 1,3 SGD/acción. Esto supone un **potencial de revalorización de +50%**. Con el fin de realizar el mismo ejercicio de transparencia que mostramos en la tesis de Ecora Resources, los inputs del modelo son:

- 2 periodos explícitos. Uno que va desde 2025 a 2029 y desde 2030 a perpetuidad.
- Se ha utilizado una tasa de descuento del 12% para ambos periodos. Esta tasa de descuento se deriva del coste de capital que consideramos adecuado para este tipo de negocio (10%) más prima por iliquidez, prima tratarse de mercados emergentes y prima por tamaño.
- Para el cálculo del valor terminal (Gordon Growth Model) se ha utilizado un crecimiento perpetuo del 4%. Esta alta tasa de crecimiento se debe que la compañía en una región geográfica con buenos parámetros demográficos y que debería ser el motor del crecimiento del PIB mundial.
- Nuestras estimaciones de FCFF (Free Cash Flow to the Firm) de nuestro caso base, así como la posición financiera actual de la compañía.

DCF Valuation (Millions USD)	2025	2026	2027	2028	2029
Free Cash Flow to the Firm	38,63	32,17	37,66	44,83	48,67
Time factor	0,19	1,19	2,19	3,19	4,19
Present Value of FCFF	37,79	28,09	29,37	31,21	30,26
Terminal Value					593
Present Value of Terminal Value					368
Enterprise Value					525
+ Net Cash					62
Equity Value					587
Shares Count					611
Value per share in USD					0,96
FX SGD/USD					0,77
Value per share in SGD					1,25

Ilustración 7. Valoración por DCF de Delfi Ltd. Elaboración propia.

Como indicamos anteriormente, consideramos que este escenario base es bastante conservador debido a las buenas dinámicas que se están juntando alrededor de la compañía. Teniendo esto en cuenta, **¿cuáles son estas dinámicas?** o, en otras palabras, **¿cuáles son los catalizadores de la tesis de inversión?**

1. El principal catalizador es la **caída del precio del cacao**. El precio del cacao ha caído, aproximadamente, un 50% desde sus máximos, pero consideramos que aún le queda recorrido a la baja. Esto hará que el margen bruto de la compañía se vea beneficiado (menores COGS), así como el resto del P&L y que, además, aumente la generación del FCF.
2. Otro catalizador de valor es la **compra de la compañía por un competidor (internacional) más grande**. Debido a la falta de sucesores, esto puede ser un caso que puede hacer que haga que se cristalice el valor antes de tiempo.

3. Por último, una **ejecución operativa y financiera consistente** actuaría como catalizador al hacer que la narrativa alrededor de la empresa cambie drásticamente.

Por último, **¿qué riesgos vemos en la tesis?**

1. El mayor riesgo es que estemos completamente equivocados en cuanto a la evolución del cacao y este vuelva a máximos o los supere.
2. Que debido a la naturaleza de los países emergentes se provoquen situaciones de crisis de divisas o hiperinflación en la región.
3. Que la compañía tenga una mala ejecución y permita a Mayorah Inda ganarle terreno.

En definitiva, **consideramos que Delfi Ltd es una compañía de alta calidad** al borde de un **punto de inflexión** en términos operativos y financiero. Si estamos en lo cierto en cuanto a la caída del precio del cacao, deberíamos observar cómo la compañía produce márgenes bastante superiores y como mejora su generación de FCF. Desde nuestro punto de vista, la tesis de la compañía tiene un perfil rentabilidad-riesgo muy **atractiva** y la oportunidad de inversión posee una **TIR prospectiva superior al 15%**.

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 sobre-reacciones 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 de Análisis y Gestión
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.