

Carta Trimestral a Inversores

Millennial Fund FI

4T-2025



Enero 2026

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 cuarto trimestre de 2025 cerró un ejercicio que volvió a poner a prueba la disciplina del inversor. Los principales mercados bursátiles culminaron el año con rentabilidades de doble dígito, liderados una vez más por Estados Unidos, a pesar de un entorno caracterizado por **tipos de interés reales todavía exigentes, desequilibrios fiscales persistentes** y una **concentración extrema de las rentabilidades en un número muy reducido de compañías**.

Durante el trimestre, el **S&P 500 avanzó en torno a un 11%**, cerrando 2025 con una revalorización cercana al **18%**, mientras que el **Nasdaq 100 superó el 22% en el conjunto del año**, impulsado por un grupo muy concreto de grandes compañías tecnológicas. Este comportamiento volvió a contrastar con el de amplias zonas del mercado que permanecieron rezagadas, así como con otros mercados desarrollados y emergentes que, en términos relativos, lograron batir a la renta variable estadounidense por primera vez en muchos años.

Conviene, no obstante, matizar esta lectura desde la perspectiva del inversor europeo. A lo largo de 2025, el **dólar estadounidense se depreció de forma significativa frente al euro**, arrastrando consigo al conjunto de divisas frente a la moneda única. Como resultado, una parte relevante de las rentabilidades obtenidas en los índices estadounidenses se vio **sensiblemente erosionada cuando se mide en euros**. En otras palabras, **no todo el buen comportamiento nominal de los índices americanos se tradujo en una experiencia igualmente satisfactoria para el inversor en EUR**, recordatorio oportuno de que la divisa es un factor de riesgo —y de retorno— que no debe ignorarse.

En paralelo, el mercado de renta fija continuó enviando señales relevantes. A pesar del inicio del ciclo de bajadas de tipos por parte de los bancos centrales, las **rentabilidades de los bonos soberanos a largo plazo se mantuvieron en niveles elevados**, reflejando una mayor exigencia por parte de los inversores ante el riesgo de inflación más persistente y el deterioro estructural de los balances públicos. El bono estadounidense a 30 años cerró el ejercicio en el entorno del **4,8–5,0%**, niveles no vistos de forma sostenida en más de una década.

Otro rasgo destacado de 2025 —y que se intensificó en su tramo final— fue la evolución de las **materias primas**, en particular de los **metales preciosos**. Oro, plata y otros metales registraron revalorizaciones muy significativas, interpretadas por el mercado como una **cobertura frente a la pérdida de poder adquisitivo**, el aumento del endeudamiento público y la percepción de mayor fragilidad fiscal en las principales economías desarrolladas. Más allá del movimiento táctico, este comportamiento constituye una señal de fondo: el mercado comienza a exigir primas más

elevadas por activos financieros cuyo valor depende, en última instancia, de la credibilidad de los emisores.

El conjunto de estos elementos deja una lectura clara: **el buen comportamiento agregado de los índices oculta una dispersión creciente entre precio y valor**, así como una dependencia cada vez mayor de flujos, narrativas dominantes y efectos colaterales —como el tipo de cambio— que pueden alterar de forma sustancial la rentabilidad final del inversor.

En entornos como este, **el riesgo rara vez se materializa de forma inmediata**. Suele acumularse de manera silenciosa en forma de expectativas elevadas, múltiplos exigentes y márgenes de seguridad cada vez más estrechos.

Ante este escenario, nuestra labor no ha consistido —ni consiste— en anticipar movimientos de mercado a corto plazo, sino en **seguir construyendo una cartera coherente, resiliente y con capacidad de componer capital a lo largo de ciclos completos**. Millennial Fund no está diseñado para destacar en todos los trimestres, sino para **proteger y hacer crecer el patrimonio de nuestros partícipes con una gestión disciplinada del riesgo**.

Cuando el mercado se vuelve más binario —o se está expuesto a lo que sube o se asume el coste de quedarse al margen—, creemos que **el verdadero riesgo** no es la divergencia temporal frente a los índices, sino **comprar buenos negocios a precios que no admiten error** o aceptar retornos asimétricos desfavorables a cambio de comodidad psicológica.

Por ese motivo, seguimos priorizando un enfoque selectivo, prudente y adaptativo, conscientes de que **invertir bien no siempre coincide con lo que mejor funciona en el corto plazo**, pero casi siempre con lo que genera valor sostenible en el largo.

Cómo ha ido Millennial Fund

El fondo ha tenido un comportamiento positivo en este cuarto trimestre de 2025, con una **rentabilidad del +1,45%**. La **exposición media a renta variable** durante el período ha sido del **72%**, la exposición a renta fija se ha situado en torno al **14%**, y hemos mantenido un **14%** del patrimonio en **liquidez y activos monetarios**.

En términos anuales, la rentabilidad del fondo ha sido de **+2,54%**, muy por debajo de nuestras expectativas y de nuestra TIR esperada para el agregado de nuestras inversiones. Sin embargo, también entendemos que el camino para realizar esa TIR esperada nunca es una línea recta, sino más bien un camino lleno de baches y curvas.

La principal razón del escueto rendimiento ha sido nuestra concentración en compañías cotizadas en países con divisas diferentes al euro, principalmente Estados Unidos, Canadá y Reino Unido. Haciendo un análisis de atribución, a grandes rasgos, el efecto del tipo de cambio nos ha restado en torno a **unos 5,8 puntos porcentuales**, es decir, la rentabilidad del fondo en 2025 con el FX neutral ha sido del **+8,3%** aproximadamente. La explicación del FX no es para poner excusas sobre el rendimiento, sino para reafirmar que las tesis de inversión siguen su curso, que la mayoría de las compañías han ido ejecutando bien y que el mercado ha ido recompensando ese buen hacer en la mayoría de los casos.

De esta manera, nuestros **mayores contribuidores en el año** han sido Allfunds Group PLC, ECORA Resources y ASML NV, mientras que nuestros **mayores detractores** han sido Paypal Inc, Evolution AB y Baytex Energy.

Comentando en mayor profundidad lo que ha pasado en la cartera, podemos decir que ha sido un cuarto trimestre algo movido. Como comentamos en nuestra Carta del 3T, muchos de los negocios tienen catalizadores que, tras nuestro trabajo de “research”, pensamos que se materializarán en este año 2026. Con el fin de mantener el hilo narrativo de las otras cartas, **¿qué es lo que ha pasado con algunas de las compañías que hemos comentado anteriormente?**

1. **Allfunds Group**, nuestra posición más relevante en los últimos dos años ha sido opada por Deutsche Börse a un precio de 8,80€/acción. Teniendo en cuenta lo que conocíamos de la empresa, decidimos materializar el total de nuestra posición en el momento del anuncio, realizando una TIR de un +14%.
Nuestro racional para la recomendación de la venta es que, pese a que el precio ofertado está bastante por debajo de nuestra estimación de valor intrínseco de la empresa, es cierto que, debido a la estructura del accionariado de Allfunds (H&F, fondo de private equity es accionista mayoritario y necesitaba vender la posición), existen ciertos hándicaps. Además, desde un punto operativo la transacción corporativa tiene bastante sentido. Seguimos de cerca la situación de la compañía por si, por algún motivo, vuelve a resurgir alguna oportunidad.
2. **ECORA Resources**, otra de las compañías que comentamos la Carta del 3T, ha continuado ejecutando bien. Además, el precio de los metales en los que se basa sus royalties más importantes ha tenido rendimientos muy positivos. Desde la publicación de la carta del 3T, ha aportado un **retorno de +50%**, llevando el retorno anual (incluyendo dividendos) a un **+85%** (precio de 114 GBP/acción). Tal y como mostramos en la anterior carta donde valorábamos ECORA a través de un descuento de FCFE, nuestro valor intrínseco estimado por el modelo era de unos **124 GBP/acción**. La compañía ha alcanzado nuestra valoración por FCFE en menos de 3 meses, sin embargo, los inputs de nuestro modelo (precios de los metales) terminaron siendo bastante conservadores. Además, debido a la consecución de hitos como los que comentamos (expansión en Voisey’s Bay y Mimbula, Phalaborwa, etc) la compañía debería de empezar a cotizar con prima frente a su valor en libros. Debido al avance en bolsa el precio/valor en libros se ha cerrado hasta alcanzar las 0,9x (con los números del 3T), probablemente estemos hablando de un 0,7-0,8x con los números actualizados.
Pese al avance en bolsa, nos sigue gustando ECORA, creemos que el potencial adicional continúa siendo atractivo teniendo en cuenta el momentum del negocio. Aun así, continuamos monitoreando la tesis muy de cerca por si se da algún evento que nos haga cambiar de opinión.
3. **Delfi Limited** fue otra de las compañías que comentamos en profundidad en nuestro último escrito trimestral. La parte fundamental de la tesis para que funcione es el precio del cacao y su normalización. Desde el 3T de 2025 hasta el día de hoy, el precio del cacao ha continuado cayendo y se sitúa en torno a los 5.000 USD/tonelada. Pese a ello la compañía ha tenido un comportamiento tímido. Se ha mantenido plana desde el 3T, avanzando un mero +2,53%.

Desde nuestro punto de vista, la tesis de inversión sigue en pie y confiamos en que, a medida que se cumpla que el precio del cacao continúe normalizándose, esto se vaya reflejando un aumento en los márgenes de la compañía y que, posteriormente, el rendimiento de la acción siga esa dinámica positiva.

4. **McCoy Global** es otra de las comentadas en nuestras últimas cartas. Como sabemos, McCoy es una micro-compañía con un balance cristalino (caja neta y sin deuda), con un muy buen equipo directivo (presentes también en el accionariado) y con una nueva gama de productos que está en una fase temprana de la comercialización. Los nuevos productos de McCoy están relacionados con equipamiento que automatiza las operaciones de *casing* (entubado de revestimiento) en los pozos petrolíferos, principalmente on-shore. Pese a que el rendimiento que nos ha otorgado la compañía en bolsa es bastante positivo, en estos momentos la acción se encuentra en un “stand by”. En el Q1 de este 2026 se deberían adjudicar la asignación de 100 rigs de ADNOC (Abu Dhabi National Oil Company).

Por declaraciones del equipo directivo en conferencias del pasado mes de octubre, para los 100 rigs hay 5 compañías de TRS (Tubular Running Services) compitiendo, de las cuales dos de ellas (Weatherford y Xpo) tienen equipamiento propio y no necesitan a McCoy. Los otros proveedores de equipamiento para TRS están muy por detrás en relación con la tecnología de McCoy. Cada rig necesitaría una CRT (Casing Running Tool) y puede que más componentes.

Poniéndoles números a estos datos, cada smaRTCRT de McCoy cuesta en torno a unos 750K USD, y estimamos que la compañía puede conseguir contratos para unos 20 y 30 rigs:

Revenue estimate from ADNOC (MM USD)	
Rigs	Pricing per CRT (750K USD)
10	11
20	21
30	31
40	41
50	51
60	61
70	71
80	81
90	91
100	101

Tabla 1. Estimación de ingresos de McCoy Global por contratos en Medio Oriente. Cross Capital. Elaboración propia.

Como se puede observar, en el punto medio del rango de las estimaciones (25 rigs *750K USD) y un FX USDCAD de 1,39, estaríamos hablando de unos 26 MM CAD de ingresos. Estos ingresos significarían un 30% de nuestra estimación de ventas para 2025, y casi todo sería crecimiento incremental.

Pese a estas buenas perspectivas, se trata de una compañía que al dedicarse a proveer de equipamiento al sector del O&G no es ajena a los movimientos macroeconómicos y geopolíticos que ocurren en el mundo. Aun así, la tecnología de McCoy y la

comercialización de los nuevos productos deberían ayudar a descorrelacionar el negocio del ruido macroeconómico.

5. Por último, comentaremos brevemente dos compañías que comentamos en la carta del segundo trimestre de 2025: **Dr Martens y Burberry**. Las dos compañías han continuado haciéndolo bien. Ambas acciones han tenido un rendimiento positivo en el año, **+9,61% y +29,49%**, respectivamente. Ambas tesis de inversión siguen su curso, son bastante similares: dos marcas potentes envueltas en un *“turnaround”*.

Dr Martens ha tenido algo más de volatilidad que Burberry, tras hacerlo extraordinariamente durante todo el año, en el Q3 anunciaron que los aranceles de EE. UU. harían que su beneficio antes de impuestos se redujera en un **-8%**. Pese a este traspies, consideramos que la compañía debería seguir haciéndolo bien y la vuelta al crecimiento en este año es el catalizador más claro para la acción.

Burberry se ha comportado bastante bien en bolsa porque ha ido ejecutando lo que el equipo directivo había señalado. La vuelta al crecimiento sostenido es, bajo nuestro punto de vista, lo que hará que el mercado recompense a los accionistas de la acción.

Teniendo en cuenta los movimientos tácticos del último trimestre, así como los eventos relacionados con Allfunds, que era la mayor posición del fondo, han hecho que la composición y el top 10 de posiciones del fondo haya variado (en el anexo al final de la carta podemos observar el top 10 posiciones). Sin embargo, pese a que la composición haya cambiado, la esencia de la cartera sigue siendo la misma: **invertir en oportunidades que muestren una clara asimetría y que ofrezcan una TIR prospectiva atractiva**.

En este último trimestre hemos incluido una **oportunidad** nueva al fondo (de la que hablaremos en las siguientes cartas) y ha salido **Allfunds**. Hemos dispuesto del capital de la venta de Allfunds y parte lo hemos reinvertido en oportunidades existentes de la cartera, mientras que la otra parte la hemos dejado en liquidez para aprovechar nuevas oportunidades sobre las que actualmente estamos realizando nuestro proceso de research. Seguimos evitando sesgos relacionados con el tamaño de las compañías y ampliando nuestras miras a diferentes mercados. Todo esto con el fin de optimizar al máximo el **binomio beneficio/riesgo**.

Compañías destacables en el 4T2025

Cronos Group

Cronos Group es una compañía que comentamos brevemente en la carta del 3T. En esta vamos a explicar en detalle nuestra tesis de inversión en la compañía y por qué nos gusta tanto.

En primer lugar, Cronos Group es una empresa dedicada a la producción y comercialización de cannabis. La compañía cotiza en el NASDAQ y en Toronto y tiene su sede en Canadá, donde la marihuana es legal. El negocio de Cronos tiene presencia internacional, a través de su marca PEACE NATURALS monetiza los diferentes programas médicos en los que se utiliza marihuana como fármaco. De esta manera, Cronos tiene presencia en Israel, Alemania, Suiza y, tras la compra de CanAdelaar, que explicaremos más adelante, en Países Bajos.

¿Por qué nos hemos fijado en un sector como el cannabis? Tras nuestro proceso de análisis hemos observado que el sector ha sufrido un periodo de normalización de unos 3 años. Tras la legalización del cannabis en Canadá (primer país del G7 en legalizarla) se ha producido un ejemplo perfecto de lo que es el ciclo del capital: tras la euforia inicial de la legalización en 2018, donde la oferta del producto era muy inferior a la demanda y, por lo tanto, el precio de la marihuana era alto, llegó el periodo en el que todos los productores empezaron a incrementar la oferta y el precio empezó a descender hasta niveles donde la mayoría de las compañías perdían dinero.

Es importante entender que, otro mercado que se está abriendo poco a poco es el de EE. UU. Estados Unidos no ha legalizado la marihuana; no es legal a nivel federal. Lo que ocurre en este país es que, a nivel estatal/provincial cada estado es libre de permitir ciertos usos (medicinales/recreativos) dentro de sus fronteras. Esto crea una especie de confusión, porque sí que hay compañías en EE. UU. que se dedican a este negocio pese a que la sustancia del cannabis no esté legalizada. Aunque ya bastantes Estados permiten su uso, que no esté legalizada federalmente hace que el producto no se pueda comerciar con países extranjeros o entre los propios Estados, lo que ha hecho que se creen los **MSOS o “Multi-State Operators”**, que son compañías que tienen una unidad de negocio por Estado en el que operan, por ejemplo: **Truelieve, Curaleaf, Green Thumb**, entre otros. Tener el modelo de negocio estructurado de esta manera conlleva que los “unit economics” se deterioren y no sean óptimos. Por último, hasta hace muy poco, el cannabis estaba clasificado como una sustancia categoría I (sustancia de alto riesgo) y la administración Trump ha emitido una **“executive order”** para reclasificar la sustancia hacia la categoría III (sustancia de riesgo moderado con uso médico aceptado). Este cambio, que aún no es efectivo, hace que los MSOS puedan deducirse gastos normales de la explotación del negocio que antes no podían (los tipos impositivos de los MSOS podían llegar al 60%). Seguiremos hablando de la reclasificación del cannabis en EE. UU. más adelante.

Siguiendo en **Canadá**, el sector del Cannabis pese a lo que muchos, por prejuicios, puedan pensar, **es un sector ha traído una gran actividad económica** sin que por ello se haya reducido la calidad de vida de sus habitantes. Entre la legalización e inicios de 2022, la industria ha contribuido con más de **43.500 MM CAD al PIB del país y ha creado más de 150.000 empleos**. Además, según un informe de Deloitte: En 2021, se recaudaron **15.100 MM de CAD en impuestos a nivel estatal y 3.000 MM CAD a nivel provincial**. Otro beneficio que ha ocurrido, no medido económicamente, es la reducción de tensión dentro del sistema judicial canadiense.

Pese a que han ocurrido muchos beneficios desde la legalización de la marihuana, el sector ha sido una máquina constante de incinerar capital. Gran parte de ello han sido las dinámicas de los ciclos de capital, pero las trabas regulatorias y los impuestos excesivos han exacerbado la situación de los productores canadienses. El impuesto especial al cannabis o **“excise tax”**, se define de la siguiente manera:

$$\text{Excise tax} = \max(\text{Flat Rate}, \text{Ad Valorem})$$

Donde:

1. Flat Rate. Es la tasa fija, 1 CAD por gramo vendido.
2. Ad Valorem: Es el 10% de la base imponible. Esta base imponible es el **“dutiable amount”**, es decir, el precio de venta del productor antes de otros impuestos.

Consideramos que el cálculo se entiende mejor con un ejemplo: si un productor vende un gramo a 8 CAD, el Ad Valorem sería 0,80 CAD. Sin embargo, como el mínimo es 1 CAD/gramo, se pagará

este importe. Es decir, siempre y cuando el precio por gramo del cannabis esté por debajo de 10 CAD/gramo, se pagará el mínimo de 1 CAD/gramo.

Obviamente, esta regulación fiscal se hizo cuando se legalizó la sustancia y el sector. Tras las dinámicas ocurridas en el precio por gramo, esta regulación ha quedado totalmente desfasada y pone en aprietos la salud de la industria. Tal y como muestran los siguientes gráficos realizados por Deloitte en un estudio del *“excise tax”*, algunos productores están pagando el 30% de sus ventas brutas en impuestos, lo que hace los *“unit economics”* de los negocios empeoren bastante, tal y como se puede observar en el segundo gráfico donde se muestra el impuesto teniendo en cuenta la estructura de costes de las compañías.

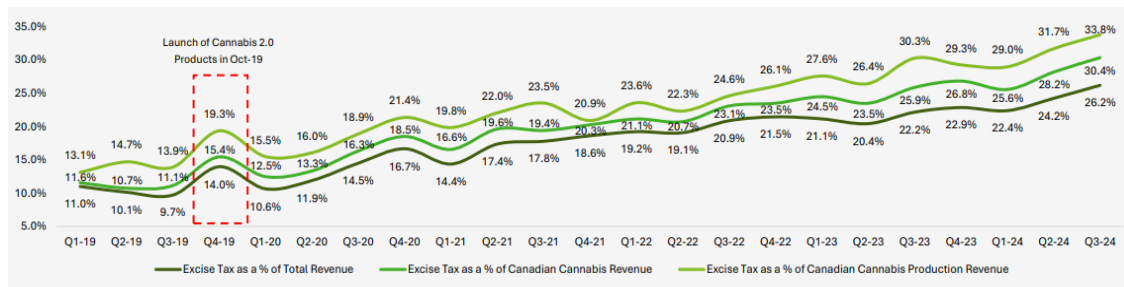


Imagen 1. Excise tax como porcentaje de las ventas brutas, ventas brutas en Canadá y ventas brutas relacionadas únicamente con la producción. Fuente: Deloitte LLP and affiliated entities.

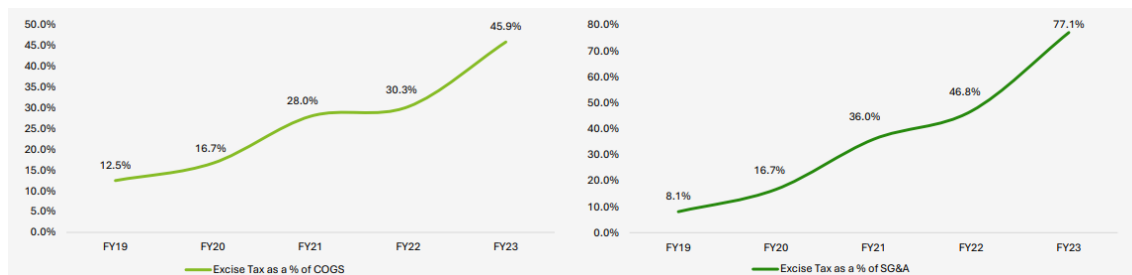


Imagen 2. Excise tax como porcentaje de los COGS y de los gastos SG&A. Fuente: Deloitte LLP and affiliated entities.

Además, aparte del excise tax, existen otras restricciones referentes al embalaje, publicidad, distribución, entre otros.

La situación llegó a un punto en el que, en 2022, el **40% de todas las peticiones de bancarrotas** en Canadá fueron emitidas por empresas de cannabis, con un adicional 13% en 2023. Asimismo, ha habido más desgastes provenientes de **consolidación de compañías, revocaciones de licencias, reducciones de personal, etc.** Toda esta serie de circunstancias ha hecho que la comunidad inversora deteste este sector y que se den oportunidades como Cronos Group, la cual nosotros **hemos comprado cuando cotizaba por debajo del valor en la caja (net-net)** con EV negativo pese a que las ventas, márgenes y FCF siguen creciendo a buen ritmo.

Consideramos que estamos actualmente en un periodo de normalización en el que se dará el cambio de ciclo de capital. Toda la quema de capital, las bancarrotas y las revocaciones de licencias, han ido reduciendo la oferta y esto debería impulsar los precios o al menos sostenerlos.

Habiendo explicado el sector y su historia, pasemos a la propia compañía. Cronos es una empresa productora de cannabis y provee de consumibles relacionados con esta sustancia, pero no los

distribuyes de manera propia. Cronos ha posicionado estratégicamente varias marcas que se enfocan en diferentes grupos de consumidores. Bajo nuestro punto de vista, la cartera de productos de Cronos es un diferenciador competitivo muy sólido y un impulsor del crecimiento de la compañía. Así, las marcas operadas por Cronos Group son:

1. **Spinach®:** La marca Spinach destaca por ser una de las más prominentes de Canadá, capturando una cuota de mercado del 4,7% entre las marcas de cannabis de venta al por menor de Canadá. Spinach es especialmente fuerte en la parte de comestibles (gominolas con contenido cannabinoide).
2. **Lord Jones®:** Lord Jones es una marca más premium que domina el espacio de los “hash-infused pre-rolls”, con una cuota de mercado del 28,5%. La marca está expandiendo su catálogo de productos a vaporizadores y comestibles.
3. **Peace Naturals®:** Peace Naturals es el buque insignia de Cronos Group en el contexto internacional, así como en el segmento del cannabis medicinal. Peace Naturals es la marca líder en Israel con un 20-25% de cuota de mercado. Además, están expandiendo su huella penetrando el mercado alemán, suizo y australiano.

Marca	Geografía	Categoría	Cuota de mercado (%)	Posición de mercado
Spinach	Canadá	Cannabis general	5%	2
Spinach	Canadá	Flor	5%	3
Spinach	Canadá	Vapes (general)	7%	4
Spinach	Canadá	Vapes (cartuchos)	8%	2
Spinach	Canadá	Comestibles	20%	1 (Top Seller)
Lord Jones	Canadá	Premium pre-rolls	29%	1
Peace Naturals	Israel	Medicinal	20-25%	1

Tabla 2. Marcas de Cronos Group. Materiales para inversores de Cronos Group. Cross Capital. Elaboración propia.

Pese al proceso ocurrido en el sector en los últimos años, podríamos decir que el mercado canadiense referente a los “Canadian LPs” está todavía algo fragmentado. De acuerdo con StratCann y Hifyre, 11 compañías canadienses tienen una cuota de más del 2%. Sin embargo, centrándonos en competidores concretos, podríamos decir que los más importantes son:

1. **Organigram Global (TICKER: OGI CN):** Es la compañía con la mayor cuota de mercado con alrededor de un 11-12%. El crecimiento orgánico y la adquisición de Motif, han sido los principales impulsores del crecimiento.
2. **Tilray Brands (TICKER: TRLY CN):** Tiene una cuota de mercado de entre 10-11% y es líder en flor seca premium y resina viva.
3. **Village Farms (TICKER: VFF CN):** Cuenta con una cuota de mercado de entre 8-9% y es de los productores con mejores ventajas en coste/gramo.

Después de este ranking vendría **Cronos con un 5-6% de cuota**, que como hemos explicado es **líder en comestibles**. Sin embargo, por argumentos que comentaremos más adelante, creemos que Cronos tiene un potencial muy grande en cuanto a capturar cuota de mercado se refiere.

Pasando al equipo directivo y al accionariado, consideramos que, probablemente, el CEO de Cronos Group sea el “capital allocator” más inteligente del sector. Como personas o entidades de referencia que estén relacionadas con Cronos tenemos a:

- **Michael Gorenstein:** Gorenstein es el Chairman, presidente y CEO de Cronos Group. Es cofundador de la compañía y ha sido integral para la dirección estratégica y crecimiento desde el nacimiento de la empresa. Posee 24,2 MM de acciones que suponen el 6,3% del accionariado.
- **Anna Shlimak:** Shlimak es la CFO de la empresa desde marzo de 2025, su posición en el accionariado es de un 0,13%. Antes era la “Chief Strategy Officer”, ha sido importante en la expansión internacional y en la optimización de costes.
- **Altria Group:** Altria es la empresa tabacalera dueña de marcas como Marlboro, Philip Morris, entre otras. Altria realizó una inversión significativa en Cronos en 2018 por el 45% de las acciones de Cronos Group por unos 1.800 MM USD. Lo que daría una valoración total de 4.000 MM USD, unas 3 veces más de la capitalización actual de la compañía. Altria tiene 3 directores en el Consejo de Cronos y nosotros vemos la relación entre ellos como algo extremadamente positivo para ambos en términos de eficiencia de capital, desarrollo de producto, marcas y distribución de productos.

Pasando ya al análisis actual de la compañía, nos encontramos con una empresa que **no tiene deuda**, tienes unos 820 MM de USD de liquidez, cuyo equipo directivo está haciendo una asignación de capital muy sólida, que está creciendo en términos de ingresos, márgenes y FCF y que está a una valoración ridícula.

La compañía tiene un **balance** que es como una fortaleza impenetrable. Teniendo en cuenta la historia del sector, vemos esta gran posición financiera como una ventaja en el **coste de capital** de la compañía, que es insuperable. Recientemente ha habido ciertos hechos que, bajo nuestro punto de vista, demuestran la buena trayectoria de la compañía y la buena asignación de capital por parte del equipo directivo:

1. **Expansión GrowCo:** Cronos posee el 50% de una compañía llamada GrowCo (empresa dedicada a la producción de flor de cannabis). Como tienen control económico, han empezado a consolidar los resultados de esta Joint Venture. GrowCo ha llevado a cabo una ampliación masiva de las instalaciones de invernadero situadas en Leamington, Ontario. Con esta expansión se incrementó la capacidad de producción en un +70%, solucionando así cuellos de botella en la cadena de suministro de la materia prima. 2026 será el primer año que veamos el rendimiento de la GrowCo tras la expansión y nuestra estimación es que la compañía producirá a un 75% de su capacidad operativa debido a que, escalar la producción de esta manera conlleva tiempo. Como es normal, esperamos que el incremento de volumen sea positivo para el crecimiento de los ingresos y los márgenes de la compañía.

2. **Préstamo a HighTide:** HighTide es el mayor vendedor minorista de cannabis de Canadá. En julio de 2025 Cronos hizo uso de su gran cantidad de liquidez para concederle un préstamo garantizado convertible a HighTide por 30 MM CAD, con un vencimiento de 5 años y un interés del 4% anual. La opción convertible del préstamo está compuesta por unos 3,86 MM de warrants con un precio de ejercicio de 3,91 CAD/acción que, si se ejercieran supondría el 11% de la compañía. Esta operación demuestra una asignación inteligente y ejemplifica lo que comentamos anteriormente sobre, las ventajas en el coste de capital que tiene Cronos ante sus “comparables”.
3. **Compra de CanAdelaar BV:** Es una adquisición que hizo Cronos antes de que terminase el 2025, fue anunciada en diciembre y está esperado que se cierre en el Q1 de 2026. CanAdelaar es la mayor empresa de cannabis en el programa piloto de los Países Bajos. Cronos pagó 67 MM USD de “up-front payment” y están previstos pagos contingentes en 2026 y 2027 del 50% del EBITDA normalizado. CanAdelaar es una compañía que, a cierre del Q3 de 2025, había ingresado 47,3 MM USD y tenía un EBITDA de 28,2 MM USD. Estos números implican que la compañía tiene márgenes EBITDA superiores al 50% y que Cronos ha pagado del entorno de unas 2,5x EBITDA por una compañía con estos márgenes y que le da el liderazgo en el mayor mercado recreativo de Europa de manera inmediata.

Otras acciones que hablan de la buena asignación de capital por parte del equipo directivo es la implementación de un **programa de recompras de 50 MM USD** que ya está en marcha.

¿Cómo se traslada esto a la valoración de la empresa?

	2026	2027	2028	2029	2030
Adj EBITDA	52	105	117	120	123
Growth (%)		101,1%	10,8%	2,4%	3,0%
Multiple	12,0x	12,0x	12,0x	12,0x	12,0x
Enterprise Value	629	1265	1402	1436	1479
Debt	0	0	0	0	0
Cash	785	884	964	1065	1144
Net Cash	785	884	964	1065	1144
Enterprise Value	629	1265	1402	1436	1479
Net Cash	785	884	964	1065	1144
NCI	58	64	71	78	85
Equity Value	1355	2085	2295	2424	2538
Fully Diluted Shares	390	378	378	378	378
Change YoY		-3,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Equity Value per share					6,71
Dividend	0	0,00	0,00	0,00	0,00
Price	-2,68				6,71
CF	-2,68	0,00	0,00	0,00	6,71
TIR					25,80%
MOIC					2,50x
Upside to 2030					150%

Tabla 3. Valoración de Cronos Group. Cross Capital. Elaboración propia.

De manera bastante conservadora creemos que Cronos puede alcanzar unos 120 MM USD de EBITDA ajustado para 2030 si siguen ejecutando bien y sin tener en cuenta ninguna adquisición ni expansión adicional. Asumiendo un múltiplo normalizado de unos 12x EBITDA, **la TIR obtenida a 5 años sería de un 25% anualizado.**

El no tener en cuenta ninguna clase de M&A, recompras o dividendos crea la paradoja de que la caja sigue creciendo, sin embargo, preferimos ser conservadores en este aspecto y tomarlo como un riesgo al alza de la propia compañía.

Como siempre, creemos que estamos siendo bastante conservadores en nuestros números teniendo en cuenta la información que conocemos hoy. Podemos aplicar otros múltiplos debido a la carga de no ser una empresa ESG, sin embargo, consideramos que el mercado no podrá ignorar el crecimiento pese a ser una compañía de cannabis. El **binomio rentabilidad/riesgo nos parece muy asimétrico y atractivo.**

Lo que más nos gusta de esta tesis son las muchas formas de ganar que tiene Cronos debido a su ventaja en el coste de capital y la situación del sector. Estas formas de ganar, o catalizadores, serían:

1. **Reforma del excise tax por parte de Canadá:** Si Canadá quiere hacer que la industria siga creciendo, deberá realizar una reforma de los impuestos especiales. Muchos CEOs y stakeholders de la industria ya hablan de ello. La forma más comentada sería quitar el piso de 1 CAD/gramo y hacerlo todo AdValorem.
2. **Expansión de la GrowCo:** 2026 y 2027 van a ser años en los que se va a observar el crecimiento financiero proveniente de esto; 2026 por el aumento de capacidad y 2027 por aumento de la eficiencia operativa.
3. **Apertura de otros mercados:** Una apertura del mercado americano sería ultra positivo, así como más mercados europeos donde Cronos pueda comercializar sus productos médicos y recreativos.

En lo que se refiere a los **riesgos** de la tesis, podemos decir que nos sentimos muy cómodos con ellos ya que, gracias a una exageración de éstos, hemos podido comprar a los precios irrisorios que hacían de Cronos una net-net. Los riesgos más claros son:

1. **Decrecimiento del cannabis como sustancia recreativa y/o medicinal:** Un decrecimiento del uso de la sustancia conllevaría decrecimiento en todos los sentidos. Creemos que es un riesgo poco probable debido a la historia del uso del cannabis, así como las nuevas vetas de investigación médica sobre el mismo.
2. **Mala praxis en el equipo directivo:** En este caso no nos referimos a fraudes o cosas por el estilo si no a una asignación de capital deficiente. Eso creemos que ha sido refutado una y otra vez por las operaciones del equipo directivo.
3. **Riesgos regulatorios:** Este es el riesgo con mayores probabilidades de ocurrir, pero aun así creemos que es bastante bajo. Canadá sabe que es una industria importante y quiere continuar siendo el principal exportador de cannabis. La administración Trump acaba de reclasificar la sustancia lo que abre la vía para mayor research

médico. Cada vez más países ven las propiedades médicas de la sustancia y abren programas para su uso medicinal y/o recreativo.

En definitiva, es una tesis muy interesante en la que consideramos que el riesgo a la baja está muy protegido y que el perfil de la inversión es muy **asimétrico** al alza. Pese a que nuestros números muestren este potencial, creemos que existen diversas vías en las que Cronos puede multiplicar por más veces su precio por acción.

Esperamos que esta larga explicación haya servido para que se pueda entender nuestros procesos/modelos mentales a la hora de analizar una oportunidad de inversión.

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 sobrereacciones 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.