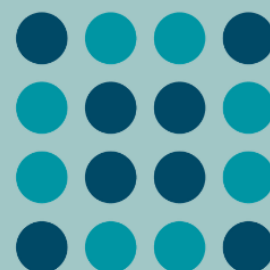


Carta Trimestral a Inversores

Millennial Fund FI

1T-2026



Abril 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 primer trimestre de 2026 estuvo marcado por un incremento progresivo del riesgo geopolítico y energético, con un impacto creciente sobre la volatilidad de los mercados financieros y sobre las expectativas de inflación, especialmente hacia el cierre del periodo.

El **ejercicio comenzó con un tono constructivo en los mercados**. Los inversores recibieron positivamente el inicio de la temporada de resultados empresariales y unos datos macroeconómicos que, en términos generales, seguían mostrando resiliencia. La inflación se mantenía en niveles cercanos a los objetivos de los bancos centrales, tanto en Estados Unidos como en Europa, mientras el mercado laboral estadounidense continuaba ofreciendo señales de fortaleza, con una creación de empleo superior a lo esperado y una tasa de desempleo ligeramente inferior a las previsiones.

En ese primer tramo del año, el mercado pareció volver a apoyarse en una narrativa conocida: crecimiento razonable, beneficios empresariales sólidos y bancos centrales con margen para actuar si la actividad comenzaba a deteriorarse. Sin embargo, bajo esa aparente estabilidad empezaban a acumularse varios **focos de incertidumbre política y estratégica**: la intervención estadounidense en Venezuela, la disolución anticipada de la Cámara Alta en Japón y el aumento de las tensiones en regiones especialmente sensibles como Groenlandia e Irán.

A medida que avanzó el trimestre, la atención de los inversores se desplazó desde la lectura puramente macroeconómica hacia el impacto potencial de esos riesgos sobre la energía, la inflación y los márgenes empresariales. La **temporada de resultados de cierre de año** confirmó un entorno corporativo todavía sólido en Estados Unidos, con crecimientos relevantes tanto en ingresos como en beneficios. En Europa, el comportamiento fue más moderado, condicionado en parte por la debilidad del sector energético y por una menor tracción del ciclo industrial.

El mes de **marzo supuso el verdadero punto de inflexión**. La escalada del **conflicto en Oriente Medio**, iniciada a finales de febrero y consolidada durante marzo, elevó de forma significativa la percepción de riesgo global. La posibilidad de interrupciones en el tránsito energético a través del estrecho de Ormuz —por donde circula aproximadamente una quinta parte del crudo mundial— provocó un repunte acusado en los precios energéticos y reintrodujo en el mercado un riesgo que parecía parcialmente olvidado: la posibilidad de que un **shock de oferta energético** derivara en menor crecimiento económico y mayor inflación.

Este contexto resultó especialmente relevante para Europa, dada su mayor dependencia energética y su sensibilidad a los costes de importación de materias primas. A diferencia de otros

episodios recientes de volatilidad, el riesgo no procedía únicamente de una revisión de tipos de interés o de expectativas de beneficios, sino de un posible encarecimiento sostenido de la energía, con impacto directo sobre consumidores, empresas y bancos centrales.

En conjunto, **el trimestre se caracterizó por un inicio sólido en términos macroeconómicos y corporativos, seguido de un deterioro progresivo del sentimiento inversor hacia el cierre del periodo.** El repunte del riesgo geopolítico, el encarecimiento de la energía y la posibilidad de una inflación más persistente, incrementaron la volatilidad en los mercados financieros y reintrodujeron el riesgo de dinámicas cercanas a la estanflación en determinadas economías.

En este entorno de aversión al riesgo, **las bolsas cerraron el trimestre con caídas generalizadas.** Los índices estadounidenses registraron un peor comportamiento relativo, con el Nasdaq 100 y el S&P 500 retrocediendo cerca de un 6% y un 4,5%, respectivamente. En Europa, el comportamiento fue algo más defensivo: el EuroStoxx 50 cedió alrededor de un 4%, mientras que el Ibex 35 volvió a situarse entre los índices con mejor comportamiento relativo, con una caída próxima al 1,5%.

La renta fija tampoco ofreció el refugio esperado. Las caídas se extendieron a prácticamente todas las subclases de activo y a buena parte de los tramos de la curva, en un entorno en el que el repunte de las expectativas de inflación limitó la capacidad de los bonos para actuar como activo defensivo. El precio del petróleo Brent superó la barrera de los 120 dólares por barril, mientras que el dólar se apreció más de un punto y medio frente al euro, situando el cruce en torno a 1,155 dólares por euro.

Desde nuestra perspectiva, **lo relevante no es tanto la volatilidad puntual como la naturaleza del ajuste.** Los mercados no corrigieron de forma homogénea. Se produjo una rotación significativa entre sectores, geografías y estilos de inversión, penalizando especialmente aquellas compañías con valoraciones más exigentes o mayor sensibilidad a los tipos de interés, y favoreciendo de forma relativa a negocios más defensivos, con activos reales, exposición a materias primas o mayor capacidad de trasladar inflación.

Este tipo de entornos exige disciplina. En momentos de incertidumbre, el mercado tiende a simplificar en exceso: vende primero y analiza después. **Nuestro trabajo** consiste precisamente en hacer lo contrario. Analizar si la caída de una compañía responde a un deterioro real de sus fundamentales o simplemente a una contracción temporal de múltiplos provocada por el cambio de sentimiento inversor.

En **Millennial**, mantenemos una filosofía de inversión basada en la selección de compañías y activos con capacidad de generar valor a largo plazo, evitando tomar decisiones precipitadas ante movimientos de mercado de corto plazo. La volatilidad no es agradable, pero forma parte inseparable de la inversión en renta variable. Cuando se gestiona con paciencia, liquidez suficiente y un proceso disciplinado, también puede convertirse en fuente de oportunidades.

Durante el trimestre, **hemos seguido revisando cada posición de la cartera bajo tres preguntas esenciales:** si la tesis de inversión permanece intacta, si el precio actual ofrece una relación rentabilidad-riesgo atractiva y si existen alternativas mejores para asignar el capital. Esta forma de trabajar nos permite distinguir entre ruido de mercado y deterioro estructural, entre volatilidad aprovechable y riesgo permanente de pérdida de capital.

Asimismo, la evolución bursátil positiva de algunas de nuestras compañías nos ha llevado a deshacer determinadas posiciones y a incrementar de forma significativa la **liquidez del fondo**, que se situaba en el 19% del patrimonio al cierre del trimestre. Esta decisión no responde a una visión táctica de mercado, sino a una **asignación disciplinada del capital**: cuando el potencial de algunas inversiones se reduce por la propia revalorización de los activos, preferimos materializar valor y disponer de liquidez para aprovechar nuevas oportunidades que puedan surgir en un entorno de mayor volatilidad.

Nuestra prioridad sigue siendo la misma: proteger el capital en entornos adversos y hacerlo crecer de forma sostenible a largo plazo. Para ello, no creemos necesario anticipar con precisión el desenlace de cada conflicto geopolítico, cada decisión de los bancos centrales o cada dato mensual de inflación. Lo que sí consideramos imprescindible es construir una cartera robusta, diversificada por fuentes de retorno y apoyada en activos cuyo valor no dependa exclusivamente de una única narrativa de mercado.

El primer trimestre de 2026 ha vuelto a recordarnos que los mercados pueden cambiar de tono con rapidez. Pero también que, en periodos de incertidumbre, la disciplina, la paciencia y el análisis fundamental siguen siendo las mejores herramientas para el inversor de largo plazo.

Como siempre, agradecemos la confianza depositada en nosotros. Seguiremos trabajando con el mismo rigor y prudencia para preservar y hacer crecer vuestro patrimonio a lo largo del tiempo.

Cómo ha ido Millennial Fund

El fondo ha tenido un comportamiento negativo en este primer trimestre de 2026, con una **rentabilidad del -1,71%**. La **exposición media a renta variable** durante el período ha sido del **70%**, la exposición a renta fija se ha situado en torno al **15%**, y hemos mantenido en promedio un **15%** del patrimonio en **liquidez y activos monetarios**. Cabe destacar que el fondo en las primeras semanas de **abril** ya ha vuelto a terreno positivo.

Debido a la alta volatilidad, el trimestre en sí, ha sido mucho más dinámico que lo habitual. Entre el conflicto y resultados empresariales del Q4 de 2025, encontramos nuevas oportunidades, así como se rompieron algunas de las tesis de inversión que teníamos en cartera. En general, consideramos que el comportamiento ha sido satisfactorio.

De esta manera, nuestros **mayores contribuidores en el trimestre** han sido Golar LNG, Ecora Resources y Navios Maritime Partners mientras que nuestros **mayores detractores** han sido Paypal Inc, Pershing Square Holdings y Louis Vuitton.

Como hemos comentado anteriormente, el trimestre ha sido movido. Empezando por las **salidas**, hemos decidido materializar nuestras posiciones en **Paypal Inc, McCoy Global y Constellation Software**:

1. **Paypal Inc**: Paypal ha sido una de las compañías con mayor peso en los últimos años hasta que, tras los resultados del Q4 de 2025, que demostraron, a nuestro entender, la ruptura de nuestra tesis de inversión. La compañía implementó un cambio de CEO, algo que no nos gustó ya que confiábamos en el trabajo de Alex Chriss, trayendo al ahora exCEO de HP. Además, el *guidance* para los próximos meses fue abrumador teniendo en cuenta que

esperan que el GAAP EPS caiga un -5%, incluso teniendo en cuenta las recompras de acciones que están haciendo. La pérdida en esta posición desde la base de coste histórico, ha sido de un -35% aproximadamente.

2. **McCoy Global:** McCoy es una de las compañías de las que más hemos hablado en nuestras cartas desde que iniciamos esta forma de comunicación con los partícipes. Es una compañía que nos encanta, con una gama de productos innovadora y con mejor calidad que sus competidores. Con un buen equipo directivo. Con un largo camino de crecimiento de ingresos y de expansión de márgenes. Con caja neta y sin deuda. La razón principal por la que hemos decidido materializar la posición y mantenernos al margen por el momento, es el conflicto en el Medio Oriente. Todo el mundo ha puesto el ojo en que los buques tankers de petróleo no pasan por el Estrecho de Ormuz, pero la realidad es que no pasa ni un barco, lo que ha hecho que se retrasen las entregas y, con más de 2/3 del backlog destinados a esta zona del mundo...La situación puede empeorar bastante rápido. La compañía tomó la decisión de parar el dividendo para preservar capital en caso de que el conflicto se alargase, y pese a que no tienen deuda, es cierto que el *working capital*, así como el crecimiento se puede ver bastante afectado en el corto plazo. Pese a todo esto, hemos materializado nuestra posición habiendo conseguido una TIR (rentabilidad anualizada) aproximada de +13%. Continuamos siguiendo de cerca la compañía, monitorizando los movimientos de ésta y del entorno.
3. **Constellation Software:** Constellation es una de las compañías que incorporamos recientemente debido a la gran caída que llevaba, sin embargo, tras ahondar en la tesis de inversión hemos descubierto nuestra incapacidad de predecir si la disrupción generada por la IA pone realmente en jaque el valor terminal del negocio, así como su estrategia de "serial acquirer". Por ello, pese a no ser una posición grande, hemos decidido abandonar la tesis de momento hasta que exista mayor claridad o visibilidad pese a que el precio, quizás, no sea tan bueno.

Antes de pasar a las **entradas**, queremos comentar dos compañías adicionales que también hemos explicado extensamente en diferentes cartas. Estas compañías son ECORA Resources y Delfi Limited. El rendimiento de ambas ha sido altamente satisfactorio:

1. **ECORA Resources:** La tesis que hemos explicado de ECORA ha salido bien en la mayoría de sus puntos. La compañía se ha beneficiado de mejoras operativas en las minas donde tiene royalties, así como de un mayor precio de los metales básicos. El cobre, el cobalto, el nickel, el uranio...parece que ahora todos están de moda. Debido a la subida que ha acumulado las acciones, consideramos que la compañía estaba dentro de lo que nosotros estimamos que es su valor intrínseco, es por ello por lo que decidimos **cerrar** 2/3 de nuestra posición, materializando una **TIR +60%** incluyendo los dividendos recibidos. **¿Por qué dejar 1/3 de la posición?** Pese a que ya el potencial es bastante más comedido, es cierto que ECORA sigue teniendo oportunidad de seguir componiendo capital si (i) continúan los elevados precios de los metales básicos y (ii) siguen bien o excediendo expectativas en términos operativos. Consideramos que las probabilidades de que esto ocurra son relativamente altas, por lo que consideramos que el binomio beneficio/riesgo es atractivo para una posición del tamaño actual.

2. **Delfi Limited:** Hemos explicado en detalle la tesis de Delfi a lo largo de nuestras cartas y en diversas conferencias a las que hemos asistido. Las acciones de la compañía se han revalorizado un +50% desde inicios de año y +70% en un año. Comentábamos en la carta anterior, que la compañía estaba siendo ignorada por el mercado. Nada más lejos de la realidad, a medida que el cacao continuaba normalizándose, el rendimiento de las acciones volvió a crecer. Debido a la importancia que hemos dado a Delfi en otras cartas y pese a que este hecho haya ocurrido al terminar el primer trimestre, queremos comentar que hemos decidido cerrar nuestra posición materializando una **TIR de +25%**. **¿Por qué hemos decidido cerrar la posición?** El racional para la venta ha sido el siguiente:
- Las acciones ya han recogido esa parte “fácil” del valor intrínseco. A partir de aquí se debe empezar a ver una mejor ejecución, crecimiento, entre otros drivers de generación de valor.
 - Se ha pronosticado el fenómeno meteorológico “El Niño” inusualmente fuerte para este año. Este fenómeno meteorológico impacta directamente la oferta de cacao y puede que la vuelva a restringir, haciendo que suban los precios de la materia prima.
 - El conflicto de Oriente Medio puede disrumpir las cadenas de suministro energético de los países en los que opera Delfi Ltd, añadiendo un riesgo adicional al consumidor de chocolate.

Pasamos ahora a explicar **qué hemos hecho con este capital y cómo lo hemos reciclado**: tras un riguroso trabajo de “due diligence”, siempre necesario, hemos incorporado a la cartera nuevas compañías: **Buzzi SpA, Marex Group, Secure Waste Infrastructure y Haypp Group**. Cabe destacar que la posición en Secure Waste Infrastructure ha sido de corta duración debido a que recibimos una OPA 2 meses después de haber invertido en la compañía. Más adelante explicaremos Marex Group más en detalle, por lo que, aquí dejamos un breve racional de las otras 3 compañías:

1. **Buzzi SpA:** Buzzi es un grupo italiano dedicado a la producción de cemento y hormigón, con presencia en mercados bastante diversos, como Estados Unidos, Italia, Europa Central, Europa del Este, Brasil, México o Emiratos Árabes Unidos. La empresa, fundada por la familia Buzzi en 1907, **continúa dirigida por la actual generación familiar**, la cual mantiene el control sobre el grupo. Entramos en Buzzi porque la vemos una opción interesante para estar expuestos a un posible acuerdo de paz entre Ucrania y Rusia, que desbloquearía el acceso a las operaciones de su filial rusa, que consolida ventas superiores a los 300 millones de euros (7% de las ventas), aunque no exentos de riesgo por esta parte, ya que este mismo año el gobierno ruso expropió varios activos a Rockwool, una empresa de materiales de construcción con subsidiarias en el país, algo que creemos el mercado ya ha descontado para Buzzi.

A su vez, consideramos que **el grupo se encuentra infravalorado teniendo en cuenta la posición de sus activos en Estados Unidos**, su principal mercado, con exposición a los mayores mercados de construcción en el país como son Texas, Louisiana, o Pensilvania, a

la vez que están bien diversificados con subsidiarias por todo el mundo, que les hace más resilientes a ciclos en geografías determinadas.

- 2. Secure Waste Infrastructure:** Secure es una empresa canadiense dedicada a la gestión de residuos, en mayor medida provenientes de empresas extractoras de petróleo, pero también de empresas industriales y mineras. Entramos en la empresa a principios de enero tras varios meses siguiéndola, debido a varios aspectos que nos parecerían interesantes: una contabilidad que mostraba unos márgenes inferiores a los reales por el segmento de oleoductos, una venta forzosa de activos por 7x EBITDA a Waste Connections (previamente adquiridos mediante una fusión con un competidor) debido a una denuncia antimonopolio, que nos daba una base de valoración; un management con un conocimiento de la asignación de capital demostrado (con la liquidez de la venta de activos recompraron el 19% de acciones en 2024, y siguieron haciéndolo en 2025), y un entorno del sector del oil en un punto interesante, con el WTI cotizando a menos de 60 dólares, lo que nos proporcionaba una opcionalidad positiva si el barril aumentaba de precio en periodos de medio y largo plazo, haciendo que las empresas extractoras se vieran incentivadas a aumentar sus presupuestos de drilling y por tanto, aumentar volúmenes de residuos gestionados.

Pero, como ya hemos comentado, **Secure ha sido opada por GFL Environmental**, quien pujara sin éxito en 2024 por los activos finalmente vendidos a Waste Connections, y mantuvo el interés en la compañía hasta llegar a un acuerdo para su adquisición, por un precio de **24,75 dólares canadienses por acción, o una combinación de 4,95 CAD y 0.3356 acciones de GFL por cada una de Secure**. Hemos decidido vender las acciones tras dos meses de tenencia ante esta noticia, aunque pensamos que la compañía tenía más recorrido, y el negocio nos gustaba mucho por su recurrencia y equipo directivo.

- 3. Haypp Group:** Haypp es una compañía sueca dedicada a operar una plataforma de distribución de productos que contienen nicotina. Lo que las grandes tabaqueras llaman RRP (risk reduced products) y que son principalmente "Nicotine Pouches" o bolsas de nicotina (NPs a partir de ahora). Tras hacer nuestra investigación sobre el mercado, la categoría, así como el producto en sí, consideramos que el consumo de bolsas de nicotina supone una tendencia estructural y que, con el tiempo, conseguirán el mismo nivel de prevalencia que los cigarrillos comunes. El mayor driver de crecimiento será la transición de la población fumadora hacia este tipo de productos.

¿Por qué Haypp? Sin entrar en mucho detalle, consideramos que Haypp tiene unas ventajas competitivas estructurales con respecto a sus competidores. La compañía posee una cuota de mercado del 80% del canal online y no consideramos que este porcentaje vaya a decrecer. Nos gusta bastante el equipo directivo. Nos gusta lo anti-cíclico del negocio. Vemos a Haypp como una especie de "early" Spotify de la nicotina y una exposición mucho más segura que las propias tabaqueras para tener exposición a esta tendencia.

Hemos logrado comprar las acciones de la compañía en lo que pensamos que es un periodo de debilidad tras los resultados del Q4 de 2025 publicados en febrero. El

crecimiento de las ventas de Haypp ha estado restringido este año debido a la falta de los NPs de la marca ZYN, producida por Philip Morris en EE. UU. Sin embargo, en el Q4, ZYN volvió al mercado y las ventas de Haypp han vuelto a la senda del crecimiento, pero con un margen algo menor debido a las inversiones que están haciendo en EE. UU. y UK para continuar creciendo. Si la compañía ejecuta, consideramos que el potencial de la compañía es de multiplicar varias veces nuestro dinero.

Compañías destacables en el 1T2026

Marex Group

Marex Group es una compañía dedicada al sector financiero en la que actúa como intermediario financiero en diversos segmentos relacionados con la compra/venta de activos, especialmente, contratos de futuros relacionados con las materias primas (Futures Commission Merchant). La compañía cotiza en EE. UU., pero tiene origen inglés y acaba de cambiar su residencia fiscal a Bermudas. Capitaliza en torno a 3.800 MM de USD.

Marex Group, nos ha recordado en parte a nuestra inversión en Allfunds, es un negocio que pocos conocen bien, pero que nosotros, debido a nuestra profesión, podemos entender con mayor claridad. El negocio de Marex podemos segmentarlo en varias partes:

1. **Clearing:** Es el segmento de mayor margen (entorno a un 50%). Gestiona balances de clientes de aproximadamente **16.000 MM de USD**, generando ingresos tanto por comisiones como por intereses netos (NII). Es un negocio de gran apalancamiento operativo y alta retención de clientes.
2. **Agency & Execution:** Enfocado en la ejecución de órdenes y servicios prime para clientes institucionales. Ha crecido un 51% anual, impulsado por una agresiva captación de clientes y la integración de capacidades de Prime Services.
3. **Market Making:** Proporciona liquidez en metales y valores. La adquisición de **Winterflood** ha transformado este segmento, añadiendo una base de ingresos recurrente en renta variable y un "step-up" de ingresos proyectado de **100 MM USD** para 2026.
4. **Hedging and Investment Solutions:** Segmento especializado en productos estructurados a medida. A cierre de 2025, el segmento contaba con **7.328 series de notas estructuradas** en balance.

A simple vista, el negocio de Marex parece el negocio que haría cualquier banco de inversión, sin embargo, existen diferencias que hacen que estas dos entidades no solo co-existan sino que, Marex vaya ganando cuota con el paso del tiempo. Marex al no ser banco y no estar restringido por la normativa de Basilea III y sus requisitos de ratios de capital, y ser "**Futures Commission Merchant**" (FMC a partir de ahora), puede abordar la misma operativa que los bancos con unos retornos infinitamente superiores, generando unos ROEs por encima del 25%.

Esta dinámica ha hecho que Marex poco a poco vaya ganando cuota de mercado y consolidándose en el sector del clearing. Captando clientes medianos y pequeños cuyos bancos optan por no ofrecerles este servicio debido a que los retornos no son atractivos.

El crecimiento de Marex viene dado por todos los segmentos, pero el realmente importante para el éxito de la compañía es el de clearing. No porque crezca más o sea más rentable, sino porque es el eje central sobre el que han expandido su abanico de servicios a los clientes, creando un servicio completamente integrado de clearing, ejecución, market making...conectando a sus clientes con los mercados para que puedan realizar sus operaciones.

Entrando más de lleno en **cómo gana dinero Marex**, podemos realizar la explicación, nuevamente por segmentos:

1. **Clearing:** Ganan una comisión por contrato compensado en la cámara de compensación y ganan intereses con el dinero que depositan sus clientes invirtiéndolo en depósitos de la FED. El algoritmo de crecimiento orgánico de este segmento tiene que ver, por un lado, con los volúmenes globales, la cuota de mercado de Marex y la comisión que cobran por contrato y, por otro lado, el nivel al que están los tipos de interés, el volumen de los balances de los clientes y la segmentación de los intereses que ganan.
2. **Agency & Execution:** A grandes rasgos es el típico negocio transaccional de un bróker. Su algoritmo de crecimiento de ingresos depende de cuantas transacciones se hacen y cual es la comisión por transacción. En momentos de elevada volatilidad, este segmento lo suele hacer muy bien.
3. **Market Making:** Actúan como principal actor ocupando el lado contrario en la transacción de su cliente para proveerlo de liquidez y que pueda realizarla. Ellos aquí ganan la diferencia del bid y el ask.
4. **Hedging and Investment Solutions:** En este segmento lo que hacen es proveer de soluciones de inversión y cobertura "a la medida" para sus clientes. El algoritmo de crecimiento del segmento es el incremento de la actividad clientelar y, a su vez, este aumento de nivel de actividad viene precedido por la capacidad de ofrecer productos que cubran las necesidades de los clientes

El equipo directivo de Marex está liderado por **Ian Lowitt (CEO)** y, a través de ellos, han ejecutado una estrategia de **crecimiento inorgánico disciplinado**, integrando con éxito adquisiciones como Winterflood, Agrinvest, TD Cowen y Hamilton Court. Su enfoque se centra en la "escalabilidad de la plataforma", asegurando que cada nueva adquisición se beneficie de la red global y la tecnología central de la compañía. El equipo directivo espera continuar con esta estrategia ejerciendo las palancas de crecimiento orgánico e inorgánico al mismo tiempo.

En términos de números, Marex es una compañía que está **creciendo a ritmos vertiginosos**. El entorno actual de **alta volatilidad** les viene muy bien para generar más ingresos y beneficios. Para que nos hagamos una idea, Marex es una compañía que está creciendo a **ritmos de +40% YoY** (según el guidance del Q1 update publicado por Marex Group) y con **ROEs cercanos al 30%**, mientras que cotiza a 9x beneficio.

Estimamos que Marex, para 2030, consiga hacer unos ingresos de 3.630 MM de USD, un beneficio neto de 730 MM USD y un ROE de 22%. **¿Qué múltiplo debemos aplicar a un negocio como este?** Compañías dedicadas a infraestructura financiera como los exchanges (CME, LSE, HKEX, etc) suelen cotizar a 25x beneficio, pese a que tienen peor perfil de crecimiento y peores ROEs que la

compañía. Sin embargo, aunque Marex tenga mejor perfil en ese tipo de métricas, es cierto que pensamos que el múltiplo aplicado a la compañía debe ser menor por una razón fundamental: la compañía al actuar como FCM sí que está expuesta al **riesgo crediticio y de contraparte** siendo el primer afectado en caso de que uno de sus clientes declare *default*. Este hecho por sí solo hace que el perfil de riesgo de cada tipo de compañía sea distinto por lo que Marex debería cotizar con descuento frente a los “infra plays” como CME, NASDAQ, LSE, entre otros. Pero **¿cuánto descuento?** Esta es la pregunta clave, bajo nuestro punto de vista, un tipo de negocio así debería cotizar en torno a unas 18x-20x beneficio, sin embargo, Marex actualmente cotiza a 9x P/E y su comparable más directo (StoneX) a 20x, consideramos que este gap en valoración se debería de cerrar.

Nuestra valoración, en nuestro caso base, incluye una valoración del negocio de **13x beneficio** por el hecho de querer ser conservador. Esperamos que, poco a poco, el mercado se vaya dando cuenta de que la calidad del negocio de Marex es alta y cada vez, menos cíclica. Así, nuestra valoración:

Base Case Escenario

	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Net Income	397,5	452,0	540,9	630,0	728,6	851,2
Growth (%)	35,2%	13,7%	19,7%	16,5%	15,7%	16,8%
RoE (%)	29,4%	25,3%	23,6%	21,7%	20,2%	19,2%
Multiple	13x	13x	13x	13x	13x	13x
Equity Value	5167,2	5875,6	7031,9	8189,9	9471,6	11066,2
Fully Diluted Shares	77,65	79,20	80,79	82,40	84,05	84,05
Change YoY		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Equity Value per share	\$ 66,55	\$ 74,19	\$ 87,04	\$ 99,39	\$ 112,69	\$ 131,66
Dividend	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Price	-\$ 53,33					131,66
CF	-52,73	0,6	0,6	0,6	0,6	132,26
TIR						20,90%
MOIC						2,55x
Upside to 2031						147%

Tabla 1. Escenario base de valoración de Marex Group. Cross Capital. Elaboración propia.

Weighted Average of Outcomes

	Price Target	Odds
Bear Case	\$ 68,64	30%
Base Case	\$ 131,66	60%
Bull Case	\$ 199,32	10%
Price Target	\$ 119,52	
Current Price	\$ 53,62	
Upside 2031		122,90%

Tabla 2. Valoración ponderada por probabilidades de escenarios. Cross Capital. Elaboración propia.

Como se puede observar en las tablas mostradas, nuestro valor intrínseco por acción, ponderando cada uno de nuestros escenarios por probabilidad de ocurrencia, es de unos **120 USD/acción** para 2031. Si traemos ese precio al presente a una tasa de descuento del **12%**, nos daría un valor de 62 USD/acción, que representaría **un 60% de potencial desde nuestro precio de coste**.

Actualmente la compañía cotiza a unos 53 USD/acción. Esto supone un **17% de potencial**, sin embargo, consideramos que la compañía debería cotizar a mayor múltiplo y, por ende, sus flujos de caja deberían de ser descontados a una menor tasa. Es por esto por lo que consideramos que estamos siendo conservadores con nuestra valoración, aparte de haberlo sido ya con nuestras estimaciones.

¿Cuáles son los riesgos de la tesis? El beneficio de Marex está ligado a los tipos de interés, sin embargo, cada vez lo está menos. Aún así, una bajada repentina (que nosotros ya hemos incorporado a nuestra valoración) afectaría negativamente a sus beneficios. El trasfondo de esto es otra de las razones por la que creemos que Marex, pese a que gane mejores ROEs y tenga mejor crecimiento, **no debe cotizar** como, por ejemplo, CME. La **predictibilidad y estabilidad** del beneficio en el caso de Marex es peor que la de negocios que hemos comentado.

Por otro lado, hay que tener claro que Marex al ser un negocio financiero es, de alguna forma, un poco una “caja negra” y cuesta mucho discernir, contablemente, el negocio. Marex fue víctima de “*short-report*” hace no mucho tiempo. En general, tras haberlo leído y analizado, consideramos que el “*short-report*” no tiene una sustancia clara y real, y que la gran mayoría de hechos que se exponen han sido magnificados para poder rentabilizar su posición corta en la compañía. El mayor argumento que usaron es que Marex contabiliza, en su “*CashFlow Statement*” la emisión de deuda en el apartado operativo inflando así la caja operativa que genera el negocio. Este argumento se cae por sí mismo cuando ves que la mayoría de esta deuda viene por la actividad clientelar (emisión de notas estructuradas), por lo que, para ellos, esta deuda es su forma de “*working capital*”

Para terminar con la exposición de la tesis, consideramos que Marex es un **negocio de alta calidad**, con un perfil de crecimiento inmejorable, con altas ventajas competitivas que le posibilita generar retornos muy por encima de los de sus competidores. Además de todo esto, cotiza con descuento frente a sus *peers* debido a los riesgos que hemos comentado. Por todo esto, Marex Group nos parece una oportunidad de inversión muy **atractiva**.

Nuestra filosofía de inversión

A pesar de ser un fondo que permite la inversión en distintas clases de activos financieros, 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 activos, 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.