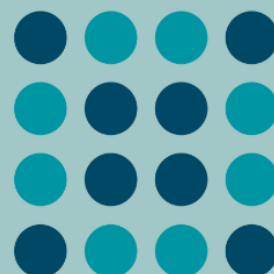


Carta Trimestral a Inversores

Millennial Fund FI

2T-2026



Julio 2026

Estimado co-inversor,

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

Contexto de mercado

Los mercados no siempre ponen a prueba al inversor en las caídas. A veces, el verdadero reto aparece cuando todo parece funcionar demasiado bien. El segundo trimestre de 2026 ha tenido bastante de esto último.

Después de un primer trimestre condicionado por la escalada del conflicto en Oriente Medio, el shock energético y el consiguiente deterioro del sentimiento inversor, **los mercados cambiaron de dirección con enorme rapidez**. La desescalada del conflicto, la caída del precio del petróleo desde los máximos alcanzados durante la crisis y unos resultados empresariales que siguieron mostrando fortaleza devolvieron el apetito por el riesgo.

La reacción fue contundente: el MSCI World avanzó un 13,9% durante el trimestre y el MSCI ACWI un 15,1%, mientras los mercados emergentes subieron algo más de un 24%. En Estados Unidos, el S&P 500 ganó un 15,2%, su mejor trimestre desde 2020.

La secuencia en sí misma no resulta especialmente inusual, esto es, los mercados corrigen y recuperan, muchas veces con una velocidad que nadie es capaz de anticipar. No obstante, **lo verdaderamente llamativo estuvo en la intensidad y en la concentración de estos movimientos**: el sector tecnológico del S&P 500 avanzó un 32% en el trimestre. El factor *momentum* lo hizo un 44%. Y el índice de semiconductores de Filadelfia, SOX, llegó a subir cerca de un 88%, su mejor trimestre desde que existe el índice. Al mismo tiempo, las *small caps* estadounidenses participaron de la recuperación con fuerza, de manera que el S&P SmallCap 600 avanzó un 20%.

Son magnitudes que merecen detenerse y hacer algunas preguntas.

Sobre la inteligencia artificial

La inteligencia artificial está provocando uno de los mayores ciclos de inversión tecnológica de la historia. Y, lejos de agotarse, el esfuerzo inversor continúa extendiéndose por toda la **cadena de valor**: capacidad de computación, semiconductores, centros de datos, redes eléctricas, generación de energía, refrigeración e infraestructuras asociadas. Las cifras de inversión son extraordinarias y probablemente seguirá teniendo importantes efectos de segundo orden sobre numerosos sectores de la economía.

Precisamente por eso creemos que la oportunidad merece ser estudiada con profundidad, pero también con cierta perspectiva. Cuanto mayor es la cantidad de capital que entra en una industria, más importante resulta preguntarse no sólo cuánto crecerá la demanda, sino qué **rentabilidad** terminará obteniendo todo ese capital invertido.

Estamos con toda probabilidad ante una transformación económica de enorme calado. En Cross Capital llevamos tiempo estudiando sus implicaciones, no sólo para las compañías tecnológicas, también para sectores como semiconductores, energía, cobre, nuclear, infraestructuras, centros de datos, aeroespacial o automatización.

Ahora bien, reconocer una revolución tecnológica y decidir cuánto estamos dispuestos a pagar por participar en ella son dos cuestiones completamente diferentes.

La historia económica está llena de tecnologías que cambiaron el mundo y de inversores que perdieron dinero financiándolas: los ferrocarriles transformaron el transporte. La electricidad transformó la industria. Internet cambió prácticamente todos los sectores de la economía. En ninguno de esos casos la importancia de la innovación garantizó que cualquier compañía, a cualquier valoración, fuese una buena inversión.

La IA tampoco suspende las leyes de la economía. El capital sigue teniendo un coste. Los activos se deprecian. La competencia reduce rentabilidades extraordinarias. La oferta termina reaccionando a los precios. Y el valor de una compañía continúa dependiendo, antes o después, del cash flow que sea capaz de generar para sus propietarios.

La historia demuestra que una tendencia puede ser correcta y una inversión equivocada. La diferencia suele estar en el precio. No sabemos si existe una burbuja alrededor de determinados activos vinculados a la inteligencia artificial. Francamente, tampoco necesitamos saberlo. Nuestro trabajo consiste en analizar la relación entre lo que podemos ganar y lo que podemos perder. Y en algunos segmentos del mercado esa relación se ha vuelto, como mínimo, mucho más exigente.

Cuando compañías cíclicas multiplican varias veces su valor en pocos meses; cuando el mercado empieza a extrapolar tasas extraordinarias de crecimiento durante muchos años; cuando inversiones cada vez mayores parecen justificarse porque el coste de no invertir podría ser superior al de invertir demasiado; o cuando una valoración sólo funciona bajo una secuencia prácticamente perfecta de crecimiento, márgenes y cuota de mercado, nuestra reacción natural es aumentar el grado de exigencia. No significa necesariamente vender, y mucho menos ponerse en contra del mercado. Significa **pedir más margen de seguridad**.

El propio BIS ha advertido de que la magnitud del ciclo actual de inversión en IA es comparable con algunos de los grandes booms tecnológicos e infraestructurales de la historia y plantea interrogantes sobre su financiación y sostenibilidad. Eso tampoco implica que vaya a terminar mal. Implica que conviene hacer las cuentas.

Mientras tanto, los fundamentales empresariales han seguido dando soporte al mercado. Al cierre del trimestre, las estimaciones apuntaban a un crecimiento interanual de los beneficios del S&P 500 superior al 20%, con expectativas de ingresos también revisadas al alza. Por tanto, sería simplista atribuir toda la subida a la especulación. **Hay crecimiento real de beneficios detrás de una parte importante del movimiento.**

Precisamente por eso creemos que el análisis debe evitar los extremos: ni todo es una burbuja, ni todo precio está justificado porque la IA vaya a transformar el mundo.

No todas las rentabilidades son iguales

Los periodos de fuertes subidas tienen una consecuencia curiosa: hacen que el riesgo parezca menor justo cuando, en determinadas inversiones, puede estar aumentando.

Cuando una acción sube un 100%, parece evidente a posteriori que comprarla fue una buena decisión. Pero rentabilidad y calidad de la decisión no son exactamente lo mismo. Podemos ganar mucho dinero tomando una mala decisión y perderlo tomando una decisión perfectamente razonable. La diferencia se aprecia con el tiempo.

Para nosotros, el riesgo relevante no es que una acción pueda caer un 20% durante algunos meses. Esa volatilidad forma parte de la renta variable y, en muchas ocasiones, proporciona nuestras mejores oportunidades. El riesgo que queremos evitar es la **pérdida permanente de capital**.

La matemática del interés compuesto no perdona las grandes pérdidas. Una caída del 50% exige posteriormente una rentabilidad del 100% para recuperar el punto de partida. Una caída del 80% obliga a multiplicar por cinco el capital restante.

Por eso, preservar capacidad de composición importa tanto como maximizar la rentabilidad. Esto no significa asumir poco riesgo. Sin riesgo tampoco existirían las oportunidades que buscamos. Significa **arriesgar capital cuando creemos que estamos suficientemente bien remunerados por hacerlo**.

Nuestro proceso empieza intentando responder a **tres preguntas**:

- ¿Cuánto podemos ganar si tenemos razón?
- ¿Cuánto podemos perder si estamos equivocados?
- ¿Qué probabilidad asignamos a cada escenario?

No trabajamos con un único futuro. Construimos escenarios *bear*, *base* y *bull*, cuestionamos las principales hipótesis de la tesis y analizamos qué ocurre con la valoración cuando las cosas salen peor de lo esperado.

La pregunta verdaderamente importante muchas veces no es cuánto vale una compañía si todo funciona. Es **qué nos queda si estamos equivocados**. Ahí reside buena parte del margen de seguridad.

De la tesis al tamaño de la posición

El análisis de una compañía es únicamente una parte de la gestión. Después tenemos que decidir cuánto capital asignarle.

Una magnífica idea puede convertirse en una mala inversión si el tamaño de la posición es incorrecto. Y una tesis que presenta determinados riesgos puede ser perfectamente invertible si el capital expuesto a esos riesgos está adecuadamente limitado.

Por eso intentamos estimar cuánto capital podemos perder realmente en cada posición bajo un escenario adverso razonable y dimensionamos la inversión en consecuencia.

Convicción y tamaño no son necesariamente la misma cosa: podemos tener una expectativa de rentabilidad extraordinaria y empezar con una posición pequeña porque existen todavía variables

cuya evolución necesitamos comprobar. Podemos aumentar una posición cuando desaparece un riesgo relevante, aunque la cotización haya subido. Y podemos vender una compañía aparentemente barata cuando concluimos que el coste de oportunidad de mantenerla ha aumentado.

En las páginas siguientes encontrarán ejemplos de las tres situaciones.

La vuelta a McCoy con una posición inicial cercana al 1%, después de reducirse significativamente el riesgo de una ampliación de capital; nuestra entrada y salida de Oriola pese a continuar cotizando a una valoración aparentemente reducida, al perder confianza en la capacidad del equipo gestor para materializar los catalizadores; o la construcción de una posición relevante en Gulf Marine después de que un problema que consideramos temporal provocase una fuerte caída de su cotización.

No son decisiones contradictorias, sino que forman parte del proceso.

Diversificar algo más que nombres

También prestamos especial atención a otro riesgo que suele pasar desapercibido cuando los mercados suben: la concentración oculta. Una cartera puede contener cincuenta compañías y estar escasamente diversificada si todas dependen de la misma narrativa, del mismo factor, del mismo nivel de tipos o de que permanezca intacta una determinada expectativa de crecimiento.

Diversificar no consiste únicamente en contar acciones. Nos interesa diversificar **fuentes de retorno**.

Millennial puede tener simultáneamente exposición a una compañía de equipamiento para semiconductores como ASML, una aseguradora sanitaria estadounidense como UnitedHealth, servicios energéticos offshore, situaciones especiales en pequeñas compañías, negocios de consumo, materias primas o renta fija.

Y cuando no encontramos suficientes oportunidades que compensen el riesgo asumido, tampoco tenemos inconveniente en mantener liquidez. No existe ninguna obligación de estar permanentemente invertidos al máximo.

Nuestro mandato es asignar capital, no llenar una cartera.

Los bancos centrales siguen ahí

La espectacular recuperación de las bolsas tampoco debería hacernos olvidar que el coste del dinero ha cambiado respecto al mundo posterior a la crisis financiera. La Reserva Federal terminó junio manteniendo los tipos en el 3,50%-3,75%, mientras que el BCE elevó en junio su facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2,25%.

Este factor es relevante. Con tipos reales positivos, los activos tienen que competir nuevamente por el capital. Una compañía que cotiza a una valoración extrema ya no compete contra una renta fija que prácticamente no ofrece rentabilidad. **El coste de oportunidad ha regresado.**

También obliga a ser más exigentes con compañías de duración elevada, proyectos intensivos en capital y negocios cuyo valor depende en gran medida de beneficios que llegarán muchos años en el futuro.

No tratamos de anticipar la próxima reunión de la Reserva Federal o del BCE. Tampoco condicionamos la cartera a una previsión macro concreta. Pero sería un error ignorar el precio del dinero.

Nuestro terreno sigue siendo el mismo

En definitiva, el trimestre ha sido muy bueno para los mercados y positivo para Millennial Fund. Nos alegramos de ambas cosas. Pero precisamente los buenos momentos son aquellos en los que debemos recordar con mayor claridad qué estamos intentando hacer.

No pretendemos tener la cartera que más suba durante el próximo trimestre. No sabemos cuál será la próxima narrativa dominante. Y no vamos a perseguir una acción porque haya subido mucho y nos preocupe quedarnos fuera.

Nuestro terreno sigue siendo otro: **estudiar negocios, estimar su valor, analizar los riesgos, exigir margen de seguridad y asignar más capital allí donde encontremos mayor asimetría.** A veces eso nos llevará a compañías extraordinarias que crecen a tasas muy elevadas. Otras, a negocios olvidados, sectores cíclicos en momentos de pesimismo, reestructuraciones o situaciones especiales.

Eso es precisamente lo que entendemos por **Value Investing Adaptativo**. Los principios permanecen. El lugar donde encontramos valor va cambiando.

Invertimos pensando en los próximos 1.000 días, no en los próximos 30. No pretendemos competir en el *timing*. Preferimos hacerlo en términos de *pricing*.

Porque después de treinta años observando mercados, hay algo que no ha cambiado demasiado: **cuando una inversión empieza a parecer obvia para todo el mundo, merece la pena volver a hacer las cuentas.**

Cómo ha ido Millennial Fund

El fondo ha tenido un comportamiento positivo en este segundo trimestre de 2026, con una **rentabilidad del +7,30%**, llevando la **rentabilidad a un +5,46%** en lo que va de año. 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**.

Este trimestre, en cuanto a **cambios** de la cartera, ha estado más tranquilo que el anterior. Aun así, hemos implementado algunos cambios/ajustes tácticos de peso en posiciones de la cartera que se han realizado con el fin de optimizar la rentabilidad del fondo a la vista de catalizadores claros de valor.

De esta manera, nuestros **mayores contribuidores en el trimestre** han sido Marex Group, ASML Holding y UnitedHealth mientras que nuestros **mayores detractores** han sido Alibaba, Golar LNG y Nike Inc.

Como comentábamos, en el 2T26 no se han producido cambios significativos en cartera. En concreto, hay tres cambios que nos gustaría comentar y que demuestran una vez más la filosofía de inversión que aplicamos en el fondo:

1. **McCoy Global:** Parece que McCoy Global se ha vuelto una habitual de las cartas de Millennial Fund, creednos cuando decimos que no es intencionado. McCoy es una compañía que hemos explicado en varias ocasiones y que consideramos que su calidad y potencial es muy atractivo. Sin embargo, en la carta del 1T, debido al conflicto en Oriente Medio, comunicamos que nos habíamos deshecho de la posición debido a la incertidumbre y a la poca visibilidad.

Con McCoy una de nuestras mayores dudas era que, para capear el temporal, posiblemente deberían diluir a los accionistas para conseguir capital. Bien, el equipo directivo, anunció el pasado 14 de mayo la apertura de una facilidad de crédito de 10 MM de USD, así como la reorganización del backlog de la compañía. Además, se efectuó la transición del CEO, Jim Rakievich, hacia el entonces COO Bing Deng. Bing Deng es una persona que lleva en McCoy más de 20 años y que ha pasado por numerosos puestos dentro de la compañía.

Tras desechar el riesgo inminente de una dilución de capital a un bajo precio, evaluamos nuevamente la calidad de los productos y si la demanda en Oriente Medio, véase Arabia Saudí, Qatar y Emiratos Árabes, había desaparecido o simplemente trasladado. Partiendo de la base que consideramos que el conflicto tiene una naturaleza temporal y que, tarde o temprano, el tránsito por el Estrecho de Ormuz se normalizará, consideramos que la demanda simplemente se ha desplazado en el tiempo.

Teniendo esto en cuenta y creyendo firmemente que McCoy posee una ventaja competitiva en cuanto a su *“product suite”*, consideramos que la compañía continúa teniendo un perfil rentabilidad/riesgo atractivo pese a que los próximos trimestres todavía serán flojos, especialmente el 2T y 3T. Aunque es cierto que a partir del 3T deberíamos empezar a ver una normalización de los resultados.

Como siempre, por transparencia, compartimos nuestra valoración de la compañía, teniendo en cuenta los diferentes escenarios que hemos valorado, así como la probabilidad de ocurrencia de esos escenarios (todos los precios objetivos son a 2030):

Weighted Average of Outcomes

	Price Target				Odds
Bear Case					3,18 \$ 40%
Base Case					8,65 \$ 58%
Bull Case					16,35 \$ 2%
Price Target	-\$	2,15	-	-	6,62 \$
Current Price					2,23 \$
Upside (2030)					196,81%
TIR					32,46%
MOIC					3,08x

Tabla 1. Valoración ponderada por probabilidades de escenarios. Cross Capital. Elaboración propia.

Es por esto por lo que hemos decidido **volver a comprar** McCoy para la cartera de Millennial Fund FI, aunque con una posición pequeña, del entorno del 1%, con la idea de

que, si las probabilidades de ocurrencia se inclinan más hacia nuestro caso base o nuestro caso positivo, ir aumentando el peso de la compañía en cartera.

2. **Oriola Oyj:** Oriola es una compañía que la nombramos porque muestra, una vez más, nuestra filosofía de inversión, así como nuestro “*modus operandi*”. Oriola es una idea que encontramos a través de foros dedicados a la inversión y que nos resultó interesante por el modelo de negocio que opera, el cual nos gusta mucho. Oriola es un **distribuidor** de productos farmacéuticos y “*well-being*” en Suecia y Noruega, la compañía actúa como un agente entre las farmacias/hospitales y las propias farmacéuticas cobrando una comisión por la distribución de los productos, es decir, la compañía no incurre en riesgo de inventario.

Tras ahondar en la tesis de inversión, descubrimos que existían ciertas cosas que oscurecían la rentabilidad real del negocio pero que podían tener solución si el equipo directivo se ponía manos a la obra:

1. En primer lugar, que la contabilidad utilizada reflejara la realidad del negocio. El equipo directivo realizó un cambio en el principio de reconocimiento de los ingresos haciendo que la compañía solo reconociera como ingreso la comisión que le pagan por distribuir productos, en vez de que reconociera todos los ingresos de los productos, COGS e inventario.
2. En segundo lugar, la simplificación del negocio. La desinversión de un M&A fallido (una cadena de farmacias) llamado Kronans Apothek que daña la rentabilidad actual de la compañía haciendo que obtengan márgenes netos negativos.
3. La implementación del programa ERP que ha pesado mucho en los costes operativos de la compañía.
4. La construcción de un nuevo centro de distribución.

¿Por qué nos gustaba Oriola en un principio? Pues Oriola es una compañía con un modelo de negocio fantástico que opera en un sector y categorías con crecimiento estructural y que, además, tiene características oligopolistas. Oriola opera en un duopolio lo que de por sí, le da una ventaja competitiva enorme a la hora de subir precios y trasladar inflación. Con todo esto, la compañía cotiza con descuento debido a los problemas comentados anteriormente pero que, bajo nuestro punto de vista, tienen solución. Para más inri, existe una campaña activista de un accionista institucional que pretendía resolver estos mismos problemas. Para nosotros esto era una tesis del estilo: cara, gano mucho, y cruz, el capital que pierdo es poco.

Para finalizar, la compañía tenía un catalizador claro que era el “**Capital Markets Day**” en el que esperábamos que se anunciarán cambios que pretendiesen solucionar estos problemas, sin embargo, salimos de la video-call con una sensación de **completa apatía** por parte del equipo directivo. Después de este CMD, fue cuando decidimos vender la posición ya que, pese a que esté barata, el **coste de oportunidad** de esperar a que un equipo directivo apático resuelva algo de esto, puede ser muy grande. Finalmente, deshicimos la posición con un **retorno negativo del 5%**.

3. **Gulf Marine Services:** Gulf Marine Services es una compañía que nos gustó desde el momento que leímos sobre ella. La idea nos llegó tras leer varias cartas trimestrales de reconocidos gestores. Tras haber realizado el trabajo de *“due-diligence”* necesario decidimos incorporar Gulf Marine a la cartera de Millennial Fund FI.

Gulf Marine opera en el sector de servicios, dentro del campo de la energía offshore. La compañía posee 15 barcos SESV o *“Self-Elevating Support Vessel”* que prestan servicio en diferentes zonas geográficas, aunque actualmente, como su nombre indica, el Golfo Pérsico es la más importante.

Los SESV los podemos clasificar en tres tipos según la profundidad operativa a la que llegue el barco:

1. **Clase E:** Los barcos de clase E puede operar en aguas de hasta 80M de profundidad. Gulf Marine posee 5 clase E.
2. **Clase S:** Los barcos de clase S puede operar en aguas de hasta 55M de profundidad. Gulf Marine posee 4 clase S.
3. **Clase K:** Los barcos de clase K puede operar en aguas de hasta 45M de profundidad. Gulf Marine posee 6 clase K.

El modelo de negocio de Gulf Marine es muy sencillo y parecido al del sector del transporte marítimo. Los barcos se contratan para un tiempo determinado (Time Charter, TC) a cambio de una tarifa diaria (Day Rate). Por lo tanto, la **generación de ingresos** de la compañía es: **Número de barcos x Días del año que los barcos están contratados x Tarifa diaria media**. Por otro lado, la estructura de costes también es muy parecida a la del transporte marítimo, ya que se basa en una **estructura de costes fijos**, por lo que, cuanto más se utilicen los barcos y más alta sea la tarifa diaria, mejor será la rentabilidad del negocio.

Gulf Marine es una historia de *“turnaround”* que viene desde 2020. En ese año, la compañía poseía una cantidad muy grande de deuda, unas 8x EBITDA de deuda neta. Tras una reestructuración, bajo el liderazgo del actual Chairman, Mansour Al Alami, la compañía implementó una estrategia de tres pilares: **reconstruir la cartera de pedidos, reducir los costos operativos y acelerar el pago de la deuda**. De esta manera, Gulf Marine se ha ido desapalancando a través del crecimiento del EBITDA y de la reducción de deuda, actualmente el ratio Deuda Neta/EBITDA está por debajo de las 2x.

La compañía ha **sufrido recientemente** en bolsa debido al conflicto en Irán, lo que nos ha permitido crear una posición relevante para la cartera a lo que nosotros pensamos son múltiplos muy atractivos. La compañía cotiza a unas **4x EBITDA, con un FCF estimado de unos 40 MM USD (10% yield)** y con un contexto en cuanto a oferta de barcos y tarifas diarias muy bueno. Además, se ha empezado a **diversificar hacia otras regiones/países y ha mantenido su guidance de 100-110 MM USD EBITDA** en este año pese a haber bajado la utilización de los barcos por el conflicto en Irán.

Consideramos que el problema del Golfo Pérsico es temporal y que la compañía tiene un **perfil rentabilidad/riesgo asimétrico**. Cotizando a unos 18 GBP/acción ya que cotiza en Londres, frente a los 73 GBP/acción de nuestra valoración a 2030 ponderada por probabilidad de ocurrencia, supone un potencial de multiplicar **por más de 3x** a 5 años.

Compañías destacables en el 2T2026

Haypp Group

Haypp es una compañía que comentamos de manera breve en la carta del primer trimestre. Desde entonces, es una posición que ha adquirido una importancia relevante en cartera teniendo un peso medio.

Haypp tiene un origen sueco y cotiza en Suecia, pero opera en diversas partes del mundo. Sus ingresos provienen de Suecia y Noruega (mercados más maduros) y de EE. UU., Reino Unido, Alemania, entre otros (mercados de crecimiento). Su negocio se basa en la distribución online de productos relacionados con la nicotina como vapes, snus y bolsas de nicotina (lo que se llaman RRP, Risk Reduced Products), pero si es verdad que esta última categoría es la más importante con diferencia para nuestra tesis de inversión.

La compañía opera su negocio en estas diferentes regiones a través de diferentes páginas web y, para que se entienda, el negocio es exactamente igual que cualquier otro e-commerce retailer. Sin embargo, debido a ser *“first mover”* en el canal online para este tipo de categoría (nicotine pouch) y su buen posicionamiento con el SEO que han desarrollado, ha logrado establecer un modelo de negocio sólido con **cuotas de mercado** en el canal online del entorno del 80% o superior en las regiones en las que opera. El modelo de negocio de Haypp permite ofrecer sus productos con un descuento en precios en torno al 30% frente a los competidores de los canales convencionales (tiendas de conveniencia).

Este cúmulo de razones ha hecho que la compañía gane una **escala mundial** y sea muchísimo más grande que el segundo player online, lo que le ha dado poder de negociación frente a las grandes tabaqueras que son los creadores de estos productos. Enfatizamos que el negocio de Haypp, por las características del negocio online, es un negocio con un margen bruto relativamente bajo y en el que la compañía incurre en riesgo de inventario. Ahora bien, habiendo ganado esta escala, el equipo directivo de la compañía empezó a revender los datos generados dentro de la plataforma de Haypp, creando un segmento alternativo de consultoría de tendencias (**Media and Insights**) para las propias tabaqueras. Este segmento tiene unos márgenes incrementales del 100%, cada corona sueca que genera este segmento cae directamente a la línea baja de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Esto hace que se cree un *“efecto flywheel”* con el que el segmento de Media and Insights **financia la penetración** del segmento de e-commerce a través de un menor precio por SKU, más SKUs y una buena red logística y, a su vez, el crecimiento del segmento e-commerce engrandece el valor del segmento de M&I, ya que hay más usuarios y más datos.

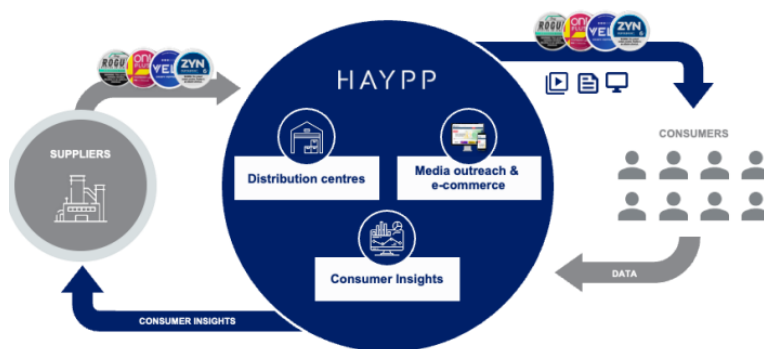


Imagen 1. Haypp flywheel effect. Fuente: Haypp Group Q1 2026 presentación.

Pasando a hablar un poco más de la categoría como tal, consideramos que **las bolsas de nicotina tienen un crecimiento estructural detrás de doble dígito elevado**. Las propias tabaqueras también lo creen y por eso están invirtiendo en este tipo de productos. Tenemos claro que, como producto, las bolsas de nicotina son menos lesivas que el tabaco de combustión y que puede servir como incentivo para que los fumadores, poco a poco, dejen de fumar. La FDA, hace menos de un mes, emitió una guía en la que se exponía que los fumadores que cambien a las bolsas de nicotina reducirían el riesgo de padecer enfermedades graves. Esto ha hecho que el fenómeno de las bolsas de nicotina se haya disparado y que la categoría esté viendo crecimientos bastante elevados. Aun así, no decimos que estos productos no contengan riesgos, sino que los riesgos frente a otro producto como el tabaco convencional, son menores.

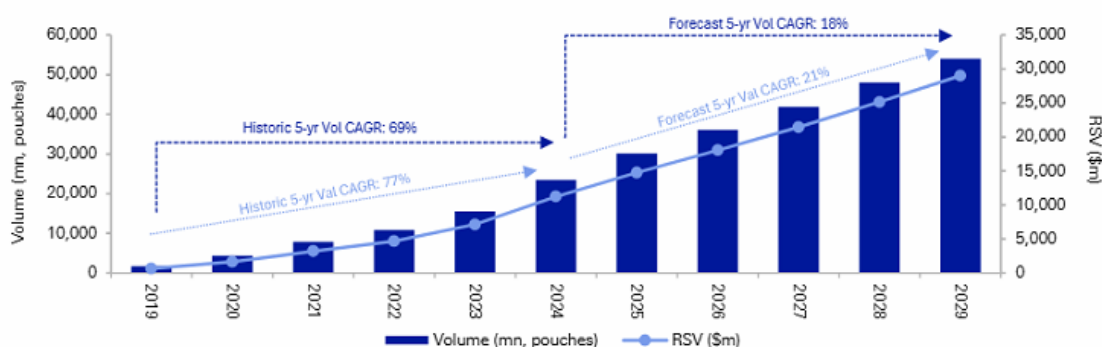


Imagen 2. Categoría global de bolsas de nicotina, volumen y trayectoria del valor. Fuente: Euromonitor.

Como podemos observar, el crecimiento esperado de la categoría en sí es vertiginoso y, bajo nuestro punto de vista, está fundamentado por la transición del fumador hacia productos de menor riesgo como las bolsas de nicotina, así como por la adquisición de nuevos usuarios debido a ciertas propiedades de la nicotina que provocan una mejora del rendimiento cognitivo en el corto plazo.

Centrándonos un poco en el equipo directivo, **Gavin O'Dowd, CEO, y Peter Deli, CFO**, tienen una amplia experiencia en el sector y son los que han convertido a Haypp en lo que es hoy en día. Su compensación a largo plazo (LTIP) está 100% alineada con los accionistas, debido a que está ligada al comportamiento del precio de la acción. El **"insider ownership"** de Haypp está actualmente en un **14,5%**, con **Gavin O'Dowd poseyendo un 3% de la compañía**.

Hemos hablado del modelo de negocio de Haypp, así como de la categoría principal que venden y del equipo directivo, todo parece fantástico, sin embargo, **¿dónde están los riesgos de la tesis de inversión?** Bien, la realidad es que el mayor riesgo que vemos nosotros y el mercado es el **regulatorio**, aunque ha habido cambios muy positivos recientemente, sobre todo por parte de la FDA. Obviamente, el peor escenario es el de un completo baneo del consumo de las bolsas de nicotina, sin embargo, debido a los menores riesgos (frente al tabaco) del producto y que se puede utilizar como puente para reducir el total de la población fumadora, vemos prácticamente improbable que ocurra. Otro riesgo importante es el operativo, la gestión logística y de inventarios (SKUs), así como de mantener los sitios webs actualizados por cuestiones regulatorias. Sin embargo, estos riesgos, teniendo en cuenta el historial operativo de la compañía, creemos que tienen un calado mucho menor que el regulatorio.

Antes de pasar a la valoración de la compañía, queríamos hacer una síntesis del **por qué nos gusta Haypp Group** como tesis de inversión a largo plazo:

1. La compañía opera en un **mercado/categoría con un crecimiento estructural** de doble dígito.
2. El **canal e-commerce**, en los mayores mercados de bolsas de nicotina, USA y UK, tiene una **penetración muy baja**, en torno al 3% y 7%, respectivamente, frente al 36% y 22% de Suecia y Noruega, respectivamente. A medida que la penetración crezca, el crecimiento de Haypp, si no se diluye su cuota de mercado, será **superior** al ya significativo crecimiento de la categoría.
3. Las ventajas **competitivas** de Haypp:
 - a. Mayor escala que sus competidores. Permite ofrecer menor precio y muchísimos más SKUs que competidores del canal *off-line*.
 - b. **Cuota de mercado** superior al **80% del canal online**.
 - c. Posicionamiento del **SEO**.
 - d. **Compliance** debido al complejo contexto regulatorio.
 - e. Las **relaciones** con sus **proveedores**
4. La opcionalidad del segmento de **Media & Insights**, no como objeto del *“flywheel effect”*, sino como transformación estratégica de la compañía. Que este segmento se convierta en el más importante.
5. A medida que van ganando más escala, los **márgenes operativos** del negocio seguirán mejorando.
6. La competición entre las marcas (ZYN, Velo, etc.) por llevarse el trozo de pastel más grande hace que el crecimiento de Haypp se acelere. **Sea cual sea la marca ganadora, Haypp se verá beneficiada.**
7. **Valoración atractiva** (lo veremos a continuación) debido a que es una small cap, ilíquida, sin mucha cobertura institucional.
8. **Riesgos** asumibles teniendo en cuenta el precio, lo que hace que el **margen de seguridad**, bajo nuestro punto de vista, **sea amplio**.

En cuanto a la **valoración de la compañía**, como siempre, nos hacemos diferentes escenarios en los que proyectamos los estados financieros y después aplicamos modelos de valoración en función de la naturaleza de la inversión. Nuestro caso base está explicado de la siguiente manera:

1. El crecimiento de la compañía, en cuanto a segmentación geográfica, estará anclado a EE. UU. y Reino Unido. Los mercados de Suecia y Noruega seguirán creciendo a un ritmo de dígito bajo.
2. Penetración online en mercados de crecimiento incrementándose paulatinamente hasta alcanzar niveles vistos en Suecia y Noruega.
3. La prevalencia de las bolsas de nicotina, a lo largo del tiempo, llegará a los mismos niveles que el tabaco.
4. Segmento de M&I crece por encima de lo que hace el e-commerce.
5. El OpEx crecerá fuertemente, dañando márgenes en el corto plazo, debido a la inversión necesaria en los mercados de crecimiento.
6. No hemos tenido en cuenta M&A.

Base Case Escenario					
	2026	2027	2028	2029	2030
Adj EBITDA	269	395	561	818	1.196
Growth (%)		47,1%	42,1%	45,6%	46,3%
Multiple	20x	20x	20x	20x	20x
Enterprise Value	5.373	7.902	11.228	16.353	23.926
Debt	133	153	173	193	213
Cash	67	198	461	929	1707
Net Debt	66	-44	-288	-736	-1494
<i>Net Debt/EBITDA</i>	<i>0,25x</i>	<i>(0,11x)</i>	<i>(0,51x)</i>	<i>(0,90x)</i>	<i>(1,25x)</i>
Enterprise Value	5.373	7.902	11.228	16.353	23.926
Net Debt	66,2	-44,3	-287,5	-736,2	-1493,6
Equity Value	5.307	7.947	11.516	17.089	25.420
Fully Diluted Shares	31,9	32,5	33,2	33,8	34,5
<i>Change YoY</i>		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Equity Value per share	166,56 SEK	244,51 SEK	347,38 SEK	505,40 SEK	737,03 SEK
Dividend	-	-	-	-	-
Price	-130,80 SEK	-	-	-	737,03 SEK
CF	-130,80 SEK	0	0	0	737,03 SEK
TIR					54,07%
MOIC					5,63x
Upside to 2030					463%

Tabla 2. Valoración, escenario base, Haypp Group. Estimaciones propias. Elaboración propia.

En este caso, el aspecto más debatible es el del múltiplo a utilizar. Nosotros consideramos que un múltiplo de 20x EBITDA para una compañía con este perfil de crecimiento, es justo y valora tanto el perfil de crecimiento de ingresos y márgenes, así como los riesgos asociados.

Realizando un descuento de flujo de caja, nos acercamos también a la misma valoración siempre y cuando nuestras proyecciones de los estados financieros confirmen ser certeras. Nuestra valoración de la compañía utilizando un **"2-stage DCF"** se sitúa en una valoración actual de unos **384 SEK/acción**, utilizando:

- Tasa de descuento del 15% en el periodo explícito
- Tasa de descuento del 10% para el valor terminal
- Crecimiento perpetuo del 5% debido al gran perfil de crecimiento de la compañía.

Si tenemos en cuenta el valor nuestro escenario base de más arriba, 737 SEK, y lo descontamos a una tasa del 15% nos arroja un valor de **345 SEK por acción** lo que nos deja un rango de unos 40 SEK por acción.

En conclusión, creemos que Haypp será una de las grandes beneficiadas dentro de la era de las bolsas de nicotina y consideramos que, si nuestras expectativas de crecimiento son certeras, la

tesis de inversión será tremendamente exitosa. En el caso de no serlo, consideramos que el margen de seguridad es suficientemente amplio como para evitar una pérdida significativa de nuestro capital.

Nuestros principios permanecen

Los mercados, las tecnologías y los modelos de negocio evolucionan. Nuestro proceso también debe hacerlo. Los principios sobre los que construimos ese proceso, sin embargo, permanecen.

En Millennial Fund aplicamos un enfoque de **Value Investing Adaptativo**. Buscamos valor allí donde encontremos una relación atractiva entre rentabilidad esperada y riesgo, sin necesidad de encasillarnos en un determinado estilo, tamaño de compañía, sector o geografía.

Nuestro marco de actuación se apoya en unos principios sencillos:

- Pensar como propietarios de negocios.
- Invertir con margen de seguridad.
- Analizar primero qué podemos perder y después cuánto podemos ganar.
- Dimensionar las posiciones según el capital realmente puesto en riesgo.
- Mantener pensamiento independiente.
- Diversificar fuentes de retorno.
- Ser pacientes cuando no encontramos oportunidades y decididos cuando aparecen.
- Tomar decisiones por valoración, nunca por popularidad.

Invertimos pensando en los próximos **3-5 años y no en el próximo mes**. Preferimos competir en el terreno del *precio vs valoración* antes que tratar de acertar el *timing* de los mercados.

Y existe un último principio que consideramos especialmente importante: la **alineación**. Una parte muy significativa del patrimonio financiero de nuestro CIO permanece invertida en Millennial Fund junto al patrimonio de nuestros partícipes.

Gestionamos vuestro capital junto al nuestro.

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.