Carta Trimestral a Inversores

Millennial Fund FI

3T-2026

Octubre 2026

Estimado coinversor,

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

Nos hubiera gustado comenzar la carta de otra forma, pero la realidad es que los conflictos bélicos siguen vigentes, tanto en Oriente Medio como en el caso ucraniano, con efectos colaterales sobre la vida de los ciudadanos a escala planetaria. El mundo sigue polarizado, el enfado se manifiesta en las calles, el endeudamiento de los países preocupa y la geopolítica sigue siendo clave. Mientras, los beneficios empresariales siguen respaldando la dirección alcista de las bolsas, que registran un rally que, salvo interrupciones de años concretos, es uno de los más largos de los que se recuerdan, pues comenzó tras la Gran Crisis Financiera en 2009 y se prolonga hasta hoy. Asimismo, otros factores han sido claves en el apoyo a esta directriz, tales como unas políticas monetarias ultralaxas que inyectaron muchísima liquidez en el sistema, las recompras de acciones y el auge de la gestión pasiva (ETF que replican índices).

Lógicamente, la mente inversora lleva a preguntarse: ¿hasta cuándo? ¿Existe una burbuja propiciada por la IA? ¿Qué tiene que ocurrir para que estalle, en su caso? La realidad es que, mientras los beneficios sigan marcando el ritmo —siempre hay que analizarlos debidamente—, debemos centrar el foco a su vez en otros factores que podrían ser el detonante de una corrección bursátil relevante; por ejemplo, la ingente financiación circular entre los actores empresariales de la IA y las mega-OPV que están protagonizando, cuyas valoraciones descuentan un futuro muy optimista en términos de los beneficios derivados de la IA y su impacto en la economía real.

El futuro que ya hemos pagado

Una empresa puede aumentar su beneficio por acción un 50 % y dejar a su accionista exactamente donde estaba.

Imaginemos que compramos a 30 euros una compañía que gana un euro por acción. Años después, el beneficio alcanza los 1,50 euros, pero el mercado pasa a valorarla a 20 veces beneficios. La acción sigue valiendo 30 euros. Sin dividendos durante ese periodo, nuestra rentabilidad sería nula. El negocio ha crecido, nuestra previsión se ha cumplido y, aun así, la inversión no ha dado resultado. Habíamos pagado por adelantado una parte demasiado grande de ese crecimiento.

Es un ejemplo sencillo, pero ayuda a entender una de las cuestiones que más nos ocupan en el entorno actual: **cuánto del futuro favorable de una compañía está ya incorporado en su cotización**. También nos obliga a mirar en la dirección opuesta, hacia negocios cuyo precio parece dar por hecho un deterioro que consideramos excesivo.

En esta carta encontrarán dos ejemplos concretos de esa búsqueda: un fabricante de equipamiento para petróleo y gas con sede en Singapur y un operador de mercados financieros

estadounidense. Antes de entrar en sus negocios, merece la pena explicar qué nos lleva a prestarles atención en un momento como este.

Un trimestre que obliga a revisar las cuentas

El tercer trimestre de 2026 ha dejado una combinación exigente para el inversor. La fortaleza de los resultados empresariales y las expectativas ligadas a la inteligencia artificial han seguido sosteniendo a una parte de la renta variable. Al mismo tiempo, las tensiones en Oriente Medio han vuelto a presionar los costes energéticos, mientras la inflación y las necesidades de financiación de los Estados han elevado la atención sobre el mercado de bonos. La evolución de los grandes índices resume mal una realidad muy distinta según qué sectores y geografías.

Los bancos centrales también han tenido que responder. En septiembre, el BCE elevó su facilidad de depósito al 2,50 % y la Reserva Federal situó el rango de sus tipos en el 3,75 %-4,00 %, en ambos casos tras una subida de 25 puntos básicos. Estas decisiones recuerdan que el regreso a un dinero más barato no puede darse por supuesto.

Desde nuestra perspectiva, lo relevante es cómo se transmite este entorno a cada negocio. Una empresa con deuda próxima a vencer puede encontrarse con una factura financiera mayor. Otra puede necesitar más capital circulante para financiar inventarios y entregas más lentas. Una tercera, con caja y capacidad de trasladar costes, puede reforzar su posición frente a competidores más débiles. El mismo escenario económico produce consecuencias muy diferentes.

Por eso revisamos la capacidad de generación de caja, los compromisos de inversión y la estructura financiera junto con la valoración. Un múltiplo aparentemente bajo sirve de poco si los beneficios están en un máximo difícil de repetir o si la deuda termina absorbiendo el valor que atribuíamos al accionista. El margen de seguridad exige entender de dónde procede ese descuento.

El crecimiento también tiene un coste

La inteligencia artificial concentra buena parte de este debate. Su capacidad para transformar procesos y mejorar la productividad merece toda nuestra atención. También la merece el esfuerzo de inversión necesario para desplegarla. Para el accionista, el resultado dependerá de quién capture los beneficios de esa transformación y de cuánto capital deba aportar para conseguirlos.

Pensemos en una compañía que aumenta sus ingresos con rapidez, pero necesita reinvertir una proporción cada vez mayor de lo que genera para mantener su posición competitiva. El crecimiento puede ser real y, sin embargo, la caja disponible para sus propietarios avanzar mucho menos. Si además debe renovar equipos antes de lo previsto o financiar la expansión a un coste superior, la rentabilidad de la inversión inicial puede quedar lejos de las expectativas.

Esta es la parte de la ecuación que nos interesa contrastar: la rentabilidad del capital adicional, la duración de las ventajas competitivas y la capacidad de convertir ventas en caja después de atender las necesidades del negocio. Cuanto más exigente sea la valoración, mayor será la precisión que el mercado estará reclamando a esas hipótesis.

Ese análisis nos permite participar en la innovación con criterios de inversión. Las oportunidades pueden aparecer en proveedores de tecnología, en infraestructuras necesarias para su despliegue

o en compañías de otros sectores capaces de mejorar sus márgenes al adoptarla. También habrá negocios perjudicados. Estudiar cada caso resulta especialmente importante cuando una misma etiqueta parece suficiente para justificar una compra o una venta.

De las expectativas a la cartera

En Millennial aplicamos esa misma exigencia a compañías muy diferentes. OMS Energy Technologies, que presentamos más adelante, opera en una actividad industrial tangible y está expuesta a la evolución de la inversión energética. Nuestra tesis parte de la distancia que estimamos entre su precio y el valor del negocio bajo determinados escenarios de normalización. Esa distancia debe contrastarse con riesgos concretos, entre ellos la concentración de clientes, el calendario de pedidos y el control del accionista mayoritario.

Su posición de caja es un elemento relevante del análisis, pero no basta por sí sola para concluir que una inversión está protegida. Hay que estudiar qué parte necesita el negocio, cómo puede utilizarse y qué capacidad tiene el accionista minoritario de beneficiarse de ella. Además, OMS comparte algunos factores de riesgo con Gulf Marine Services y McCoy Global. Evaluarlas conjuntamente nos ayuda a evitar que tres nombres distintos oculten una exposición excesiva a un mismo desenlace.

Miami International Holdings, MIAX, nos interesa por otra vía: opera infraestructuras que permiten negociar en los mercados financieros y obtiene ingresos de esa actividad y de los servicios asociados. Su evolución depende de variables como el volumen de negociación, la cuota de mercado y las comisiones que puede cobrar. Tiene, por tanto, motores de negocio diferentes a los de un proveedor industrial. También afronta competencia y riesgos de innovación que debemos valorar; su acción puede caer incluso cuando aumenta la actividad en sus mercados.

El interés de reunir negocios de esta naturaleza reside en combinar fuentes de rentabilidad distintas, siempre que sus valoraciones lo justifiquen. Esa flexibilidad forma parte de nuestro enfoque de ***Value Investing Adaptativo***. Nos permite **buscar oportunidades sin quedar vinculados a un sector o a una explicación única de lo que va a suceder en la economía**.

El trabajo continúa después de comprar. Una caída de cotización exige comprobar si ha cambiado el valor del negocio; una subida obliga a revisar cuánto potencial queda. Y cuando los hechos contradicen la tesis, debemos reconsiderarla. La paciencia tiene sentido mientras esté respaldada por el análisis. El paso del tiempo, por sí solo, no corrige una valoración equivocada.

Agradecemos, una vez más, su confianza. En las páginas siguientes detallamos los resultados del trimestre y el razonamiento detrás de estas inversiones. Compartirlo permite entender qué esperamos de las compañías y dónde podemos equivocarnos. Al final, el pequeño cálculo con el que abríamos esta carta acompaña cada decisión: **cuánto valor puede crear un negocio a medio y largo plazo y cuánto de ese valor estamos pagando hoy**.

Cómo ha ido Millennial Fund

El fondo ha tenido un comportamiento positivo en este tercer trimestre de 2026, con una rentabilidad del +0,52 %, llevando la rentabilidad a un **+6,00 % 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 ha sido tranquilo en cuanto a cambios estructurales dentro de la cartera. Ha habido un cambio (inclusión de una compañía) que ha entrado entre las diez principales **posiciones** y que comentaremos en el apartado de las ideas de inversión y, por lo demás, ha habido dos cambios (inclusión y salida) de dos compañías con un peso menor.

De esta manera, nuestros **mayores contribuidores en el trimestre** han sido Navios Maritime Partners, Marex Group y Cronos Group, mientras que nuestros **mayores detractores** han sido Comstock Inc., ASML NV y Brookfield Corp.

Dentro de los cambios que se han producido dentro de la cartera a lo largo del trimestre hay uno que nos gustaría comentar en profundidad (aparte de la inclusión explicada en el apartado de compañías destacables).

Se trata de la inclusión de una nueva compañía dentro de la cartera y que complementa las posiciones actuales de Gulf Marine Services y McCoy Global (comentadas en cartas anteriores). La compañía incluida es **OMS Energy Technologies** y, pese a que la posición es pequeña (1 % del patrimonio del fondo), nosotros vemos estas compañías como una cesta.

¿Una cesta de qué? La realidad es que un aspecto que tienen en común estas compañías es que se verían beneficiadas si se vuelve a una normalidad en cuanto al conflicto de Irán y EE. UU. se refiere. En definitiva, una normalización del estrecho de Ormuz, del tráfico marítimo y de las acciones militares en la zona.

A nivel individual, **¿qué nos pareció interesante de OMS?** OMS es una compañía dedicada a fabricar el equipamiento necesario para la extracción y producción de petróleo y gas, productos tales como conectores, tubos y productos similares. La compañía está basada en Singapur, sus operaciones abarcan el Sudeste Asiático, Oriente Medio y el norte de África y, además, cotiza en el NASDAQ de EE. UU.

OMS capitaliza unos 175 MM USD, no tiene deuda y tiene unos 152 MM USD de caja, por lo que, teniendo en cuenta minoritarios, tiene un EV (*Enterprise Value*) de unos 35 MM USD. Como podemos observar, la compañía tiene una posición financiera extraordinaria. Generó en su 2025 unos 41 MM USD de EBITDA, así que actualmente está a 0,85x EBITDA y si todo va como estimamos, la desconexión en la valoración se hará mucho más grande en este 2027.

La compañía ha sido penalizada en bolsa debido a los recientes acontecimientos de Oriente Medio debido a que Aramco (la compañía nacional de petróleo de Arabia Saudí) representa una gran cantidad de sus ingresos y de su beneficio. Sin embargo, nosotros lo vemos desde un lado opuesto: OMS tiene un contrato de **"call-off orders"** con una duración de 10 años y ARAMCO no firmaría ese contrato si no estuviera seguro de que la empresa (OMS) es viable y un partner más. Por otro lado, si quitáramos el negocio de ARAMCO y lo valorásemos a cero, la compañía aun así debería valer entre un 40 % y un 50 % más que a los precios actuales.

El contrato con ARAMCO se considera que puede llegar a generar, según el equipo directivo, unos **120-180 MM de USD anuales**. No se ha llegado aún a esa cantidad debido a que gran parte de los pedidos se han desplazado en el tiempo, un caso parecido al que le pasa a McCoy Global. Pero, aun así, la desconexión es más extrema, ya que, al contrario que McCoy, OMS tiene fábricas

directamente en Arabia Saudí, Tailandia y las demás regiones geográficas, por lo que **no tiene el problema logístico** de tener que pasar algún cargamento por el estrecho de Ormuz.

Otro riesgo que vemos en la tesis y que consideramos que está mitigado por la valoración es que el **CEO** y fundador **How Meng Hock controla el 61 % de las acciones**, pero una cosa curiosa es que durante el proceso de IPO él no vendió absolutamente nada y ha comentado que considera que el negocio seguirá creciendo.

OMS está en una tendencia que consideramos que continuará en los años venideros: el **incremento en CapEx de los productores nacionales de petróleo** de la región geográfica en la que opera. Al final, estos países aumentarán anualmente el CapEx para aumentar la producción debido a que es parte fundamental de sus economías estatales. OMS se beneficiaría de este incremento.

La valoración de la compañía está tan deprimida que cualquier mejora del negocio, por pequeña que sea, repercutirá con más impacto en el valor de la compañía. Nuestra **modelización** de la compañía, como siempre, está realizada bajo **hipótesis realistas y conservadoras** en las que consideramos: a) una normalización del conflicto en 2027; b) una expansión controlada a otras geografías; y c) la utilización de los contratos a largo plazo.

	2027	2028	2029	2030	2031
Adj EBITDA	$61,1	$59,5	$67,5	$74,2	$80,3
Growth (%)		-2,5 %	13,4 %	10,0 %	8,1 %
Multiple	4x	4x	4x	4x	4x
Enterprise Value	**244,3**	**238,1**	**270,0**	**296,9**	**321,0**
Debt and Leasings	$6,1	$5,8	$5,6	$5,5	$5,4
Cash	$189,7	$236,4	$290,2	$352,1	$420,8
Net Debt	**-$183,6**	**-$230,6**	**-$284,6**	**-$346,6**	**-$415,4**
Net Debt/EBITDA	*-3,01*	*-3,87*	*-4,22*	*-4,67*	*-5,18*
Enterprise Value	$244,3	$238,1	$270,0	$296,9	$321,0
Net Debt	-$183,6	-$230,6	-$284,6	-$346,6	-$415,4
NCI	$10,1	$12,4	$15,1	$18,1	$21,3
Equity Value	**$417,8**	**$456,2**	**$539,4**	**$625,4**	**$715,1**
Fully Diluted Shares	43,2	44,1	45,0	45,9	46,8
Change YoY		*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*

		$	$	$	$	$
Equity Value per share		**9,66**	**10,34**	**11,99**	**13,63**	**15,28**
Dividend		0	0	0	0	0
Price	-$	4,13				15,28
CF		**-4,125**	**0**	**0**	**0**	**15,28**
TIR						**38,72 %**
MOIC						**3,70x**
Upside to 2031						**270 %**

Tabla 1. Valoración caso base OMS Energy Technologies. Cross Capital. Elaboración propia.

Como podemos observar en la tabla, nuestro caso base nos permite prácticamente cuadriplicar nuestro capital en unas **3,7x** a lo largo del tiempo hasta 2031.

Sin embargo, como no tenemos una bola de cristal para predecir exactamente cuándo esta **normalización** del estrecho de Ormuz ocurrirá, decidimos posicionarnos a través de una cesta de oportunidades que se verían beneficiadas, pero que a su vez deberían generar retornos atractivos, aunque dicha normalización no se produzca.

Actualmente, el peso total de la cesta de acciones dedicada a esta temática es cercano al 6 % del patrimonio del fondo, lo que puede hacer que genere, ponderado por su peso y en nuestros casos base, en torno a **15 puntos porcentuales de rentabilidad para el fondo de inversión a lo largo de los próximos 5 años**.

Compañías destacables en el 3T2026

Miami International Holdings

Miami International Holdings (MIAX US) es una compañía que hemos incorporado durante el trimestre a la cartera del fondo y cuyo peso hemos ido aumentando a lo largo del mismo. MIAX cotiza en EE. UU. y capitaliza unos 3.500 MM USD.

Una vez más, MIAX es una compañía que nos sirve para explicar la manera que tenemos de entender la inversión dentro de Millennial Fund FI. El modelo de negocio de la compañía se centra en el sector financiero, podríamos describirlo así: **MIAX es una cartera de activos dedicados a la infraestructura financiera, principalmente compuesta de mercados (renta variable, opciones, futuros y renta fija), compensación e intermediación de futuros.** Para ponerlo en palabras más simples, MIAX opera diversos mercados (principalmente de derivados) y gana dinero a través de la utilización y monetización de estos.

A continuación, explicaremos cada uno de los segmentos de la compañía, los modelos de negocio implícitos en cada uno de ellos, además de responder a la pregunta «**¿Cómo gana dinero MIAX?»:**

1. **US Multi-Listed Options**: Este es el segmento más fuerte de la compañía y el principal generador de ingresos y rentabilidad. Al final del segundo trimestre, poseen una cuota de mercado del 16,5 %. Operan este segmento a través de 4 mercados diferentes, 3 online (MIAX Options, MIAX Emerald, MIAX Pearl) y uno físico (MIAX Sapphire).

   El modelo de negocio de la compañía aquí se basa en: a) ingresos por transacción (peaje sobre el volumen de transacciones llevadas a cabo dentro del mercado) que dependen del número de contratos negociados y del ingreso neto medio por contrato (RPC, Revenue per Contract); b) comisiones por acceso al mercado; c) comisiones por la utilización de los datos del mercado. El RPC se calcula dividiendo las comisiones netas de transacción y compensación entre los contratos negociados y se expresa en dólares por contrato.

2. US Futures: Este segmento es uno de los vectores de crecimiento que tiene la compañía debido a una reciente alianza firmada con Bloomberg. Dentro de este segmento, **MIAX opera un mercado** (MIAX Futures) donde se negocian, principalmente, futuros sobre el trigo y un **FCM** (Futures Commision Mercant) denominado Dorman Trading.

   Debido a que el segmento de futuros está **verticalmente integrado**, es como si tuviéramos 2 negocios en uno: por una parte, tenemos el **operador del mercado** (mismo modelo de negocio y manera de generar ingresos que el segmento anterior) y, por otra parte, tenemos el FCM que gana como intermediario entre cliente y cámara de compensación (comisión por compensación e intereses de los colaterales), tal y como explicamos en la carta del 1T cuando explicamos el modelo de negocio de **Marex Group.**

   Este segmento, estructuralmente, conlleva un **ingreso neto medio por contrato o RPC** *(Revenue per Contract)* **mayor** que los demás debido a la integración vertical del segmento. Sin embargo, MIAX aún está intentando escalar este segmento con nuevos productos propietarios generados a partir de una alianza con **Bloomberg**. Los **nuevos productos** serían unos índices que ha generado Bloomberg sobre el **mercado americano para competir con S&P 500 o Dow Jones** y sobre los que MIAX tiene **exclusividad** para crear derivados sobre estos índices y sobre la negociación.

3. US Equities: Con este segmento MIAX opera un mercado de renta variable denominado MIAX Pearl Equities. Por el momento, es un segmento pequeño, apenas tiene una cuota de mercado del 1 %. La manera de ganar dinero es la misma que la explicada anteriormente. Desde nuestro punto de vista, esta parte del negocio de MIAX es inmaterial para la tesis de inversión.

4. Internacional: El segmento internacional integra dos adquisiciones realizadas por la compañía: **Bermuda Stock Exchange y The International Stock Exchange.** El foco principal de estos dos mercados que ya opera MIAX es la renta fija y los valores ligados a seguros.

Habiendo explicado los diferentes segmentos del negocio de MIAX, así como la forma de ganar dinero con cada uno de ellos, y antes de pasar al siguiente punto de la tesis, nos gustaría comentar un elemento que bajo nuestro punto de vista resulta **vital** para entender MIAX y la relación con sus competidores. Tiene que ver con la **exclusividad** de los productos negociados dentro de los mercados operados. El negocio principal de MIAX, el relacionado con las opciones multilistadas tiene un RPC bastante menor que el negocio de opciones de alguno de sus competidores. **¿Por qué?** Porque esas opciones son multilistadas, es decir, cotizan en diferentes mercados. **La exclusividad de un producto conlleva un RPC mayor por el mero hecho de que solo se puede conseguir en ese mercado, por lo que el propio operador no tiene por qué ceder margen para competir.**

Teniendo esto en cuenta, avancemos hacia el contexto un poco más satelital que tiene MIAX. El negocio de infraestructura financiera que opera MIAX es, de facto, un oligopolio con unas grandes barreras de entrada cuyos principales competidores son **CBOE, Nasdaq, CME e ICE.** Con el paso

del tiempo, MIAX ha ido consiguiendo arañar cuota de mercado a estos gigantes de la industria. **CBOE** es el principal competidor de MIAX y cuenta con derechos exclusivos para negociar las opciones SPX sobre el índice S&P 500. Esa exclusividad corresponde al producto, no a la categoría 0DTE: esta denominación identifica opciones negociadas el día de su vencimiento y también se aplica a opciones sobre otros índices, ETF y acciones. Debido a esto y a lo explicado anteriormente, CBOE posee un RPC mayor en su negocio de opciones que MIAX. En la parte de futuros, **CME e ICE** son los principales competidores y, en la parte de renta variable, los principales competidores son Nasdaq e ICE. **¿Qué es lo que está haciendo MIAX para ganar en este entorno oligopolístico?** Mejorar la experiencia de los proveedores de liquidez con una mejor tecnología que sus competidores y con una mejor latencia en el mercado (en momentos de crisis poder realizar operaciones más rápido).

El negocio de MIAX y sus competidores, bajo nuestro punto de vista, se apoya en un viento de cola estructural: el crecimiento del volumen dentro de este tipo de mercados. Para nosotros, esta tendencia seguirá estando cada vez más presente. Consideramos que el aumento de conocimiento del inversor minorista, así como la accesibilidad de los mercados financieros, son catalizadores fundamentales para que el volumen total de negociación siga creciendo.

Pasando a MIAX en concreto, aparte de lo comentado en el párrafo anterior, consideramos que existen diversos vectores de crecimiento que pueden hacer que la compañía, cuya estructura de costes es, predominantemente, fija, haga crecer sus ingresos y, consecuentemente, sus beneficios/rentabilidad a ritmos vertiginosos. Estos vectores de crecimiento son:

1. **Bloomberg Indices:** La alianza con Bloomberg es una de las opcionalidades más positivas que tiene MIAX. Ahora mismo se está desarrollando junto con el negocio de futuros, pero sobre estos índices también podrían negociarse opciones. Como hemos explicado anteriormente, el RPC sobre productos propietarios es muchísimo mayor que el de los productos listados en diferentes mercados.

2. **Seguir creciendo dentro del apartado de Multi-Listed Equity Options:** Consideramos que el negocio de opciones de MIAX puede seguir ganando cuota de mercado a los demás actores del mercado debido a la mejor infraestructura tecnológica que posee y la ventaja competitiva que esta otorga.

3. **Rothera:** Rothera es una JV de la que no hemos hablado aún. Es una JV con Robinhood Markets y Susquehanna en la que MIAX aportó su infraestructura de mercado y en la que dichos partners han desarrollado un negocio referente a los eventos predictivos como Polymarket o Kalshi. MIAX, en su momento, decidió formar esta JV debido a que no quería distracciones de su negocio core, pero quería seguir participando en el potencial de esta modalidad. La participación de Rothera está en balance a coste amortizado, cuando realmente ya vale muchísimo más.

4. **Expansión Internacional:** A través del segmento internacional y debido a la compra de TISE, se puede ampliar la presencia en Europa para admisiones a cotización y deuda, facilitando canales de distribución transfronterizos.

Bien, pasando a hablar un poco del equipo directivo, es absolutamente fundamental que hablemos del fundador, CEO y Chairman **Thomas P. Gallagher.** Ha liderado a MIAX desde su fase

conceptual y obtención de licencias ante la SEC hasta convertirla en un grupo multiactivo cotizado con presencia en opciones, renta variable y futuros. Dentro de su impacto estratégico: a) diseñó la arquitectura de segmentación de mercados (Options, Pearl, Emerald, Sapphire); b) la internacionalización (adquisición de BSX y TISE); c) la integración vertical del segmento de futuros (MGEX y Dorman Trading).

La estructura accionarial de MIAX está compuesta, principalmente, por instituciones financieras relacionadas con la gestión de activos (tanto de manera activa como pasiva). La más importante es **Horizon Kinetics,** una gestora de fondos y ETF que tiene una posición activa en la compañía. Posee el 7,9 % y un asiento en el board de la compañía. Los insiders, liderados por Gallagher, poseen en torno al 4 % de la compañía.

¿Cuáles son los riesgos clave en MIAX como tesis de inversión? Una de las características que nos gustan de un negocio como MIAX es que es contracíclico, es decir, en momentos de pánico en los mercados, el negocio no debería resentirse tanto como una compañía dedicada a un negocio normal. Sin embargo, quitando riesgos más generales, sí que consideramos que existen riesgos específicos de MIAX que pueden poner la tesis de inversión en un aprieto:

1. **Programas de Derechos sobre Acciones (ERP):** Históricamente, así ha sido como MIAX ha conseguido levantar cuota de mercado a los grandes operadores, a través de ERP. MIAX ofrecía a los grandes market-makers (Citadel, Susquehanna, Jump) warrants y RSU sobre su propia compañía vinculados al volumen. El riesgo viene por la fidelidad tras la finalización de estos programas. Dado que estos ERP terminaron al salir a cotizar (IPO 2024), consideramos que el riesgo ya está bastante acotado.

2. **Crecimiento de volúmenes:** Periodos de bajo crecimiento o decrecimiento de volúmenes en los mercados impactarían directamente en el crecimiento de los ingresos y del beneficio por acción de la compañía.

3. **Futuros perpetuos y mercados predictivos:** Este es un riesgo generalizado que a MIAX no le afecta tanto debido a que su negocio de futuros es incipiente aún. La introducción de este nuevo producto financiero, por su funcionamiento, pone en riesgo el volumen de negociación de futuros normales. Por otro lado, tenemos la inclusión de mercados predictivos como Polymarket o Kalshi que pone en riesgo el crecimiento del volumen de opciones.

Dado que recientemente el mercado ha penalizado fuertemente a MIAX y a los competidores de la compañía por estos riesgos, consideramos importante detenernos y explicar por qué ha pasado esto y el motivo por el que creemos que, en el caso de MIAX, y probablemente en el de los demás, el mercado se ha pasado de frenada. Los futuros perpetuos, en esencia, son contratos de futuros sin vencimiento, lo que permite obtener apalancamiento perpetuo sobre el subyacente del futuro. Es por esta parte por la que viene el riesgo, al ser contratos de futuros perpetuos no existe un *"rollover"* del futuro, por lo que se perdería mucho volumen de negociación. En nuestra opinión, creemos que el mercado ha penalizado en exceso a MIAX por dos motivos:

- El negocio de futuros de MIAX aún es incipiente y si valiera cero, sería hasta positivo para el valor de la empresa debido a que el segmento está quemando caja actualmente, pese a que perdería la opcionalidad del crecimiento en esta categoría de producto.

- Los futuros perpetuos no tienen una lógica económica clara en otra clase de activos que no sean las criptomonedas. Al final, la principal función del contrato de futuros no es especular, sino cubrir riesgos en un plazo determinado y por un importe nocional concreto. Es por esta simple lógica por la que vemos complicado que prosperen fuera de lo que son las criptomonedas y otros activos especulativos.

Y, consecuentemente, tenemos los **mercados predictivos**. Este mercado ataca principalmente a las opciones y al crecimiento del volumen de estas. Especialmente, las famosas opciones 0DTE sobre el S&P. Las opciones 0DTE (zero days to expiration) son aquellas que se negocian el día de su vencimiento. Un dato que muestra el nivel de especulación de hoy en día sobre los mercados financieros es que el 50 % de las opciones negociadas sobre el S&P 500 son opciones 0DTE. El razonamiento sería el siguiente: yo, como inversor minorista, **¿para qué me voy a molestar en comprar una opción si puedo hacer una apuesta direccional y clara sobre cómo va a acabar el S&P en este día?** La respuesta es por la convexidad en la ganancia que te ofrece la opción, pero quizás un inversor minorista/especulador no está interesado en saber sobre esto y solo quiere apostar. En el caso particular de MIAX, pese a que este riesgo sí que le tocaría más de lleno, consideramos que está acotado. **¿Por qué?** Por su participación en Rothera, la JV con Robinhood y Susquehanna dedicada a los mercados predictivos.

Pasando a la **valoración** y parte más financiera de la tesis de inversión, como siempre, basándonos en hipótesis conservadoras del crecimiento del negocio, los márgenes y la rentabilidad de este, hemos elaborado diferentes escenarios para conseguir una valoración ponderada por probabilidad de ocurrencia:

	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Adj EBITDA	$260	$310	$367	$422	$474	$517
Growth (%)	-12,6 %	19,3 %	18,4 %	15,0 %	12,3 %	9,1 %
Multiple	18x	18x	18x	18x	18x	18x
Enterprise Value	**$4.675**	**$5.578**	**$6.602**	**$7.595**	**$8.528**	**$9.300**
Debt	$0,00	$0,00	$0,00	$0,00	$0,00	$0,00
Cash	$814	$1.125	$1.490	$1.893	$2.349	$2.851
Net Debt	**($814)**	**($1.125)**	**($1.490)**	**($1.893)**	**($2.349)**	**($2.851)**
Enterprise Value	$4.675	$5.578	$6.602	$7.595	$8.528	$9.300
Net Debt	**($814)**	**($1.125)**	**($1.490)**	**($1.893)**	**($2.349)**	**($2.851)**
Equity Value	**$5.488**	**$6.703**	**$8.092**	**$9.488**	**$10.877**	**$12.151**
Fully Diluted Shares	110,71	112,93	115,19	117,49	119,84	119,84
Change YoY		*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*	*2,0 %*
Equity Value per share	**$49,57**	**$ 59,35**	**$70,25**	**$ 80,76**	**$ 90,77**	**$101,40**
Dividend	0	0	0	0	0	0
Price	-$34,99					101,40
CF	**-34,99**	**0**	**0**	**0**	**0**	**101,40**
TIR						**23,71 %**
MOIC						**2,90x**
Upside to 2031						**190 %**

Tabla 2. Valoración caso base MIAX. Cross Capital. Elaboración propia.

Este es nuestro **"output"** final de nuestro caso base, tras la modelización financiera de la compañía a 5 años vista (2031). Como hemos comentado, las hipótesis principales son:

- **Múltiplo**: 18x Adj EBITDA. Menor que CBOE y CME debido a que ellos tienen productos propietarios y MIAX no (aunque esté en proceso de conseguirlo). El múltiplo puede parecer alto, pero estamos hablando de negocios que históricamente cotizan a estos niveles o más debido a sus grandes márgenes EBITDA (superiores al 50 %).

- **Crecimiento**:
  - El volumen del mercado sigue creciendo, pero la cuota de mercado de MIAX se cierra en un 20 % debido a la competencia
  - El RPC del negocio de opciones crece a ritmos de inflación
  - El negocio de futuros funciona ligeramente con RPC menor que sus competidores
  - Los segmentos internacional y de renta variable siguen siendo más o menos los mismos

- **Estructura de capital**: Se mantiene la estructura de capital actual de caja neta y sin deuda.

- **Retornos de capital:** No se han modelizado dividendos, recompras ni posibles operaciones de M&A.

Como podemos observar, la **TIR** (+23,7 %) y el **MOIC** (+2,9x) conseguidos a 5 años vista son bastante atractivos y más teniendo en cuenta el perfil de empresa que consideramos que tiene MIAX. Desde nuestro punto de vista, la tesis tiene un perfil bastante asimétrico hacia una rentabilidad positiva y satisfactoria.

Teniendo en cuenta los diferentes escenarios, nuestra valoración ponderada por probabilidad de ocurrencia de estos **escenarios** es la siguiente:

	Price Target	Odds
Bear Case	$ 57,63	25 %
Base Case	$ 101,40	50 %
Bull Case	$ 171,20	25 %
Price Target		**$ 107,91**
Current Price		$ 34,99
TIR		**24,22 %**
MOIC		**3,08x**
Upside 2031		**208,39 %**

Tabla 3. Valoración ponderada por probabilidades de escenarios, MIAX. Cross Capital. Elaboración propia.

De esta manera, podemos observar la **asimetría de la tesis de inversión** debido a las opcionalidades positivas que tiene MIAX y que hemos comentado en los apartados anteriores.

En definitiva, MIAX es una compañía que opera en un oligopolio que recientemente se ha visto penalizado en bolsa debido a los riesgos de futuros perpetuos y mercados predictivos. Sin embargo, nosotros vemos una compañía de alta calidad, con un buen equipo directivo, una

estructura de capital saneada y con unos vectores de crecimiento vertiginosos que pueden hacer que la compañía, como inversión, permita **triplicar** el capital invertido a 5 años vista.

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 confiándonos 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.