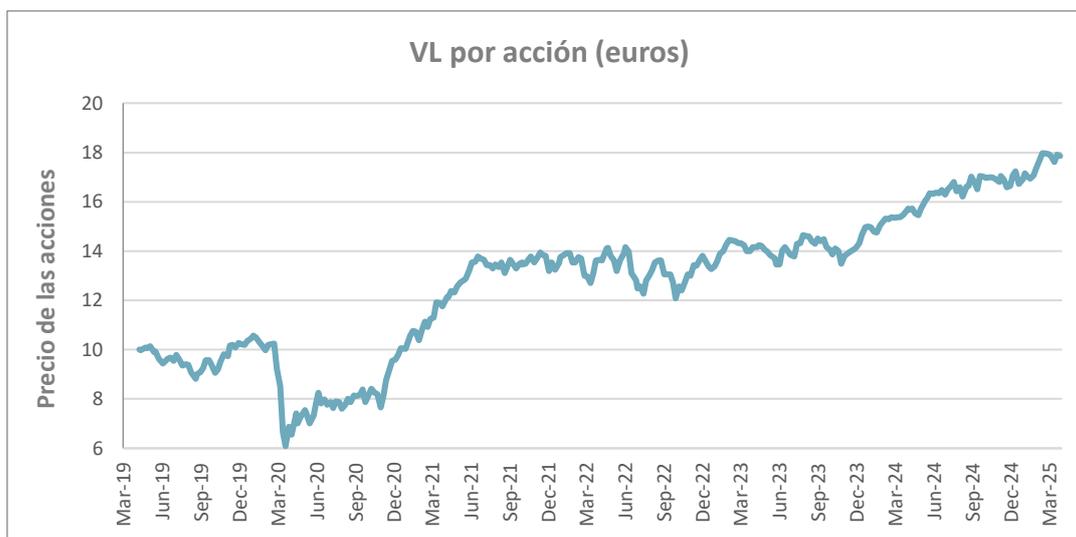




PALM HARBOUR CAPITAL

Estimados inversores,

Durante el primer trimestre, el fondo ganó un 2,63% bruto de comisiones¹ (31/03/2025). En nuestro Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) no figura un índice de referencia, por lo que no podemos hacer comentarios sobre la rentabilidad relativa. Le dejamos a usted la decisión. Observamos que la cifra anterior es ligeramente inferior a la de los índices de referencia europeos y significativamente superior a la de los mundiales, debido a los malos resultados de Estados Unidos. Nuestro último valor liquidativo notificado al final del trimestre fue de 17,85 (27/03/2025), + 5,56% desde el valor liquidativo notificado más cercano al final del cuarto trimestre de 16,91 (27/12/2024). Con ello, la rentabilidad del VL a un año asciende a + 13,5% (31/03/2024 a 27/03/2025). La rentabilidad del valor liquidativo desde el inicio hasta el final del trimestre fue del 78,5%, es decir, una rentabilidad anual compuesta del 10,2%. Somos muy optimistas sobre las perspectivas de nuestra cartera y creemos que alcanzaremos nuestra aspiración de rentabilidad compuesta con el tiempo. La composición de nuestro fondo no se parece a la de ningún índice y es poco probable que obtengamos resultados similares



¹ Nuestro valor liquidativo es calculado semanalmente por FundPartner Solutions, filial de Pictet & Cie, y no se ajusta a los informes mensuales o trimestrales. La rentabilidad bruta indicada es neta de impuestos y comisiones, pero antes de los gastos del fondo, que actualmente ascienden a aproximadamente 15 puntos básicos por trimestre con los actuales AUM. Preveemos que esta cifra disminuya significativamente a medida que crezcan los AUM. Véase nuestro comentario sobre las comisiones de gestión.

Poco después del final del primer trimestre, nuestro fondo celebró su sexto aniversario. Aunque consideramos que nuestra rentabilidad anualizada del 10% es un rendimiento sólido, seguimos trabajando para alcanzar nuestro objetivo declarado de una rentabilidad de 13-19%. Lanzamos nuestro fondo tras un importante repunte de las compañías de pequeña capitalización, luego pasamos por el COVID, la inflación, la guerra europea y ahora, potencialmente, la peor guerra comercial mundial en un siglo. Estamos aprendiendo y perfeccionando continuamente nuestros procesos y creemos que alcanzaremos nuestra ambición a medio plazo. Creemos que, invirtiendo en empresas más pequeñas, fuera de los caminos trillados, competitivamente ventajosas, generadoras de efectivo e infravaloradas, al tiempo que evitamos los valores especulativos y sobrevalorados del mercado, hemos expuesto a nuestros inversores a un riesgo mucho menor que los inversores que siguen sin pensar los índices o persiguen desvanecimientos.

Aunque nuestros rendimientos se sitúan favorablemente entre los de nuestros homólogos² y frente a la mayoría de los índices, seguimos necesitando aumentar nuestros activos. Con esto en mente, pronto cambiaremos a liquidez diaria, ya que pensamos que esto abrirá el fondo a nuevos inversores. Elegimos la liquidez semanal para mantener simplificadas las operaciones como pequeño gestor de activos, no debido a la liquidez subyacente de nuestras inversiones. En las próximas semanas también introduciremos una clase de acciones en libras esterlinas sin cobertura para facilitar el acceso a los inversores con sede en el Reino Unido, lo que debería permitirnos estar presentes en más plataformas. Dado el tamaño actual de nuestro fondo, los costes del mismo han descendido como porcentaje de los activos y tenemos previsto introducir la mitad de la comisión de gestión (50 pb) a partir de mayo de 2025, ya que creemos que el coste total para el inversor será razonable (c 1%)

En nuestras cartas solemos comentar el trimestre anterior, aquí haremos una breve excepción para aplacar a los lectores ansiosos por conocer las recientes turbulencias del mercado. A pesar de la fijación de Trump con los aranceles, mencionándolos casi a diario, el mercado parece sorprendido cuando realmente los anunció³. Estamos de acuerdo en que la metodología no se basaba en absoluto en la economía ortodoxa y el tratamiento de los aliados es escandalosamente grosero⁴. Podríamos extendernos sobre nuestros puntos de vista acerca de la racionalidad económica, la aplicación y los problemas de reputación, y sobre lo que podríamos haber hecho de otra manera, pero preferimos centrarnos en lo que podemos controlar y en cuáles creemos que podrían

² [Fondos globales de renta variable pequeña y mediana \(Citywire\)](#)

³ [El S&P 500 registra su mayor caída desde 2020 \(Financial Times\)](#)

⁴ [Aranceles recíprocos \(Financial Times\)](#)

ser los resultados más probables. Nos ceñimos a lo que escribimos en nuestra carta del cuarto trimestre

Dado que a menudo nos preguntan por los aranceles, haremos un breve comentario. Creemos que lo más probable es que sean una táctica de negociación, pero podríamos estar equivocados al respecto y, si lo estamos, pensamos que sólo hay ramificaciones terciarias menores para nuestra cartera (por ejemplo, las divisas). Por ejemplo, los filipinos seguirán bebiendo ginebra asequible, los austriacos usarán móviles, los franceses envejecerán, los italianos comprarán lotería y los estadounidenses utilizarán componentes de origen local para sus camiones. Al final, no hemos oído hablar del país que subió los aranceles hasta el éxito económico, así que no creemos que duren tanto.

Probablemente estaríamos menos preocupados si no fuéramos inversores en valor. Pero no podemos evitar darnos cuenta de que Estados Unidos ha llevado las ya de por sí exageradas valoraciones a nuevas cotas. A esto hay que añadir un reavivamiento de los espíritus especulativos (a lo 2021), que parecen tratar el mercado como un casino en lugar de como un lugar donde asignar capital para obtener rendimientos sensatos y ajustados al riesgo.

Es difícil escribir sobre los giros macroeconómicos actuales resultantes de cambios sísmicos en la política económica y comercial, ya que es muy posible que todo lo que estamos escribiendo haya cambiado para cuando enviemos esto (habiendo tenido ya que reescribir partes). Sin embargo, mantenemos nuestra opinión de que Trump está utilizando los aranceles para negociar. Es un promotor inmobiliario neoyorquino y disfruta negociando y sintiendo que lleva las de ganar. No creemos que los aranceles anunciados actualmente se apliquen en su totalidad, ya que los países intentarán negociar. Atacar el déficit comercial por países es económicamente irracional, ya que algunos países tienen bienes que Estados Unidos sencillamente no puede producir. EE.UU. no cultiva mucho café, mangos o vainilla y es muy poco probable que los trabajadores estadounidenses cosan zapatos por salarios bajos o los compren por miles de dólares. Muchos de los países a los que se aplican aranceles elevados se benefician de que las empresas trasladen sus cadenas de suministro fuera de China. Creemos que es prudente estar atentos a los productos que sí quiere trasladar a EE.UU. (automóviles, semis, farmacéuticas, construcción naval). Como se demostró el 9 de abril, la administración parece tener un umbral de dolor en el mercado de bonos, y la esperanza es que los actores racionales de la administración den marcha atrás en una parte suficiente de los aranceles prometidos para evitar llevar a la economía a una estanflación total. La Administración sólo tiene 18 meses hasta las próximas elecciones y los demócratas, incluso en su actual estado de desorganización, arrasarán en el Congreso si el mercado entra en depresión y se produce una recesión mundial. También es probable que muchas órdenes ejecutivas lleguen al Tribunal Supremo, ya

que constitucionalmente sólo el Congreso puede recaudar impuestos y el uso de actos de 'emergencia' a este respecto es cuestionable⁵. Creemos que la probabilidad de acuerdos es alta.

Es probable que los movimientos del mercado se vieran exacerbados no sólo por la imprevisibilidad de los aranceles y su impacto en las complejas cadenas de suministro mundiales, que afectan significativamente a las empresas y los consumidores estadounidenses, quizá incluso más que a los países extranjeros, sino también por el hecho de que los mercados estadounidenses ya estaban muy sobrevalorados, con un sentimiento positivo casi unánime, lo que los dejaba maduros para una corrección. Nos remitimos una vez más a nuestra carta del cuarto trimestre:

Creemos que es prudente permanecer invertidos para combatir la inflación y seguir acumulando riqueza. Nuestro universo nos permite comprar fuera de las partes sobrevaloradas y especulativas del mercado e invertir en empresas duraderas con rendimientos del capital superiores a la media que cotizan con un descuento significativo respecto a sus valores intrínsecos. Encontramos abundantes oportunidades en todo el mundo, en valores que han pasado desapercibidos. Si su cartera no cuenta con una gran dosis de valores de pequeña capitalización mundiales a baja valoración como cobertura frente a este aumento de la locura, creemos que ahora es el momento de añadirla. (Descargo de responsabilidad: somos extremadamente parciales).

Aunque nuestra cartera ha bajado en lo que va de segundo trimestre, no lo vemos con malos ojos. En la mayoría de los pánicos, el mercado vende primero y pregunta después. Creemos que la mayoría de los valores de nuestra cartera se vendieron indiscriminadamente. Reiteramos que creemos que nuestra cartera no debería verse afectada en gran medida a medio plazo por los aranceles, con una exposición muy limitada a empresas que importan o exportan grandes cantidades con Estados Unidos. Si bien el pánico actual podría prever una recesión mundial y tenemos exposición cíclica en nuestra cartera, muchos países pueden estimular sus economías de maneras que beneficiarían a muchas de nuestras empresas. Creemos que el mercado volverá a los fundamentales y nuestras empresas se recuperarán plenamente, por lo que se trata de una oportunidad de compra. Debemos recordar que los precios de las acciones no son una herramienta de valoración. La volatilidad no es riesgo. El riesgo es la probabilidad de un deterioro permanente del capital, no las fluctuaciones comerciales a corto plazo. Los pánicos del mercado expulsan a los apalancados, a los

⁵ [Wil Trump's Sweeping Tariffs Withstand the Courts? \(The Wall Street Journal\)](#)

especuladores, a los que no saben o deciden no valorar las empresas a lo largo del ciclo y a los que tienen horizontes temporales muy cortos. Nos gusta la volatilidad porque nos brinda la oportunidad de comprar acciones que nos gustan a precios reducidos. Nosotros decidimos cuándo comprar y vender, no el mercado, y tenemos el lujo del tiempo para esperar el precio adecuado. Aunque pueda resultar desagradable mirar su cuenta y ver pérdidas sobre el papel, a nosotros, como inversores en valor, nos entusiasman las oportunidades. Nuestra cartera convergerá con el valor intrínseco con el tiempo y, hasta ahora, no creemos que haya la menor evidencia de una pérdida permanente de capital. Personalmente, estamos añadiendo capital al fondo. Animamos a los inversores a seguir nuestro ejemplo.

En el primer trimestre se produjeron varias novedades en la cartera. Nuestro fabricante de vidrio, Verallia, recibió una oferta de la familia controladora, que comentamos más adelante. El consejo de nuestra empresa hotelera irlandesa, harto de la baja valoración, anunció una revisión estratégica del negocio. Aichi, nuestro fabricante japonés de plataformas aéreas de trabajo para camiones y filial cotizada de Toyota Industries, anunció un complejo acuerdo por el que Aichi, utilizando el amplio efectivo en balance recomprará el 13,4% de las acciones a Toyota Industries. A continuación, Toyota Industries venderá el 23,6% de las acciones a Itochu. A continuación, Itochu establecerá una asociación estratégica con Aichi. Ocean Wilson, nuestra sociedad de inversiones que está en proceso de vender sus operaciones portuarias y de remolcadores en Brasil, anunció que la venta del puerto probablemente se concretará en el segundo trimestre (en lugar de 'en algún momento del segundo semestre') y lanzará una oferta pública de adquisición de hasta el 20% de las acciones y pagará un gran dividendo. SK Kaken, nuestra empresa japonesa de pinturas, publicó sus resultados del tercer trimestre, que incluían su primer resumen de resultados en inglés. Es un pequeño paso, pero en la buena dirección.

Durante el trimestre compramos acciones de una empresa argentina de cemento, áridos y ferrocarriles y recibimos efectivo por la licitación de nuestras acciones en Aluflexpack.

Al final del trimestre, nuestra cartera tenía más de un 105% de revalorización con respecto a nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba a un PER medio ponderado de 8,6 veces, un rendimiento FCF/EV del 19% y una rentabilidad del capital tangible del 25%.

Colaboradores		Detractores	
Lottomatica	117 bps	The Italian Sea Group	-53 bps
Danieli	60 bps	International Game Technology	-46 bps
Piraeus Port Authority	42 bps	Compagnie De L'Odet	-44 bps
Verallia	40 bps	Norma Group	-42 bps
Jost Werke	37 bps	Energean Oil & Gas	-28 bps

La principal contribución del trimestre fue Lottomatica (+44,7%, +117 pb), el principal operador italiano de juego multicanal que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2023. La empresa sigue obteniendo unos resultados excepcionales, con un aumento de las ventas comparables en línea, deportes y juegos del 21%, el 9% y el 3%, respectivamente, lo que supone un crecimiento total comparable del 11% en el cuarto trimestre. El EBITDA ajustado aumentó un 14%, alcanzando 739,4 millones € sobre la base de pago normalizado, por encima de las previsiones mejoradas del segundo trimestre de 2025 de 700-730 millones € (de 680-700 millones de euros). La cuota de mercado de Lottomatica aumentó en los tres segmentos, alcanzando un nivel sin precedentes en el cuarto trimestre de 2024. La dirección sigue viendo un impulso positivo del negocio para el comienzo del año, con un crecimiento del GGR⁶ del 72% en online y del 79% en Sports hasta finales de febrero, con un ratio de pago favorable. Esto lleva a una mayor confianza en las previsiones de EBITDA para 2025 de 840-870€ millones (basadas en un payout normalizado e incluyendo la contribución de la adquisición de SKS). La dirección propone un dividendo de 0,30€ por acción y pedirá autorización para una recompra del 10%. Dado el ritmo de crecimiento y de entrega, Lottomatica sigue siendo atractiva a pesar de la revalorización del 107% desde el inicio.

El segundo mayor contribuyente fue Danieli (+23,7%, +60 pb), el fabricante italiano de plantas siderúrgicas y productor de acero, presentado en nuestra carta del tercer trimestre de 2020. Danieli registró unos buenos resultados semestrales en su negocio de fabricación de plantas, aumentando sus ventas un 3% interanual y su margen operativo en 177 puntos básicos, a pesar de los costes extraordinarios relacionados con la finalización de proyectos complejos y litigios. Por el contrario, el negocio de fabricación de acero siguió los pasos del mercado siderúrgico, con unas ventas que retrocedieron un 19% y un margen que se situó en mínimos históricos. La combinación de una fuerte producción de plantas y una producción de acero blando consiguió aumentar el EBITDA un 2%. La dirección confirmó la continuación de esta tendencia con márgenes firmes en la fabricación de plantas y una recuperación en la fabricación de

⁶ Ingresos brutos del juego

acero, confirmando las previsiones para 2024/25 e insinuando una posible mejora para el ejercicio 2025/26. La sorpresa positiva fue la revelación de la posición de tesorería neta excluyendo los pagos anticipados, que habían sido muy discutidos por los inversores. La empresa cuenta con 673 millones de € en efectivo libre de cargas (38% de la capitalización bursátil).

El tercer contribuyente significativo fue la Piraeus Port Authority (+17,1% +42 pb), el operador portuario sino-griego de Atenas, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2024. Los datos mensuales de tráfico de contenedores siguieron presentando un aspecto saludable, con enero de 2025 +25,4% y febrero +0,7% interanual, aliviando el temor a un deterioro de los resultados operativos debido al impacto del Canal de Suez. La combinación de una economía nacional fuerte, la normalización de la situación del Canal de Suez y la finalización del programa de grandes inversiones, financiado principalmente por la UE, creó expectativas de un aumento de los dividendos. PPA informó después del final del trimestre, por lo que comentaremos el próximo trimestre. Adelanto: el dividendo aumentó significativamente.

El cuarto mayor contribuyente fue Verallia (+18,2% +40 pb) fabricante francés líder de envases de vidrio, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2022. Ha pasado mucho tiempo sin noticias positivas en el mercado de las bebidas. La debilidad del consumo en Europa, la continua reducción de existencias de bebidas espirituosas y las crecientes tensiones comerciales han hecho que Verallia registre volúmenes y precios negativos. A pesar del sentimiento negativo, la dirección pretende repetir el EBITDA de 2024 y duplicar el flujo de caja libre en 2025, principalmente debido a la reducción de los gastos de capital y a las mejoras del capital circulante. En medio de la incertidumbre, la familia brasileña Moreira Salles, principal accionista de Verallia con un 28,8%, lanzó una OPA a 30 euros por acción por las acciones que aún no posee⁷. Al parecer, la familia no tiene previsto retirar la empresa de la bolsa, por lo que la oferta podría considerarse oportunista. También compartimos la opinión de que Verallia está intrínsecamente infravalorada, y la noticia proporciona un apoyo adicional al argumento de inversión.

El quinto mayor contribuyente fue Jost Werke (+14,7%, +37 pb), el proveedor alemán de camiones y maquinaria agrícola, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. A pesar de la desaceleración cíclica en todo el mercado de la industria del transporte por carretera, que redujo las ventas en un 14,4%, Jost logró mantener los

⁷ [Bloomberg](#)

márgenes de EBITDA en el 13,9%. Esto se debió principalmente a las medidas de eficiencia de costes, y a un nuevo aumento del flujo de caja libre a 115 millones de euros, debido principalmente a las mejoras del capital circulante. La resistencia del mercado posventa, tanto para el transporte como para la agricultura en Norteamérica, también contribuyó a los resultados. La empresa cerró la adquisición de Hyva, líder mundial en cilindros hidráulicos frontales, dando los primeros pasos para implantar su estrategia de crecimiento en los mercados fuera de carretera. A pesar de que el apalancamiento cruzó el rango objetivo de 1-2x debido a la adquisición de Hyva, la dirección decidió distribuir 1,5€ dividendo por acción para recompensar a los accionistas por el éxito de 2024, aumentando el ratio de reparto del 24% al 29%. No nos sorprende el excepcional comportamiento de Jost en esta recesión cíclica, y creemos que sigue siendo muy atractiva a lo largo del ciclo.

El principal detractor fue The Italian Sea Group (-18,2%, -53 pb), el grupo italiano de yates de lujo. Las ventas de Italian Sea Group se basan en la ejecución de un pequeño número de pedidos de megayates (>50 metros), lo que hace que la línea superior dependa en gran medida de una entrada de pedidos grande y desigual. La dirección esperaba la finalización de algunos nuevos pedidos que no se materializaron a finales de año. Al parecer, algunos clientes exigían precios más bajos dada la ralentización del sector, que ha afectado sobre todo al mercado de yates de menos de 30 metros, y la dirección no estaba dispuesta a dar la mano a precios más bajos. La dirección confirmó que se encuentran en una fase avanzada de negociación de 20 nuevos pedidos (por un valor superior a 1.000 millones de euros), con un porcentaje de éxito típico del 40-50%. Mientras tanto, el crecimiento de las ventas sigue siendo de dos dígitos, los márgenes continúan ampliándose y el balance se mantiene saneado. La mayor incógnita, que nos ha acompañado durante todo nuestro periodo de tenencia, es si la cartera de pedidos es irregular por naturaleza o si está experimentando una corrección más amplia del mercado tras la euforia posterior a COVID. Se podría argumentar que la gama alta del mercado de yates debería seguir siendo duradera, pero eso está por demostrar. En caso de que estemos en lo cierto, The Italian Sea Group ofrece un recorrido al alza muy atractivo, mientras que el recorrido a la baja debería estar protegido en el rango de precios actual.

El segundo mayor detractor fue International Game Technology (-10,8% -46 pb), el proveedor italoamericano de tecnología de loterías y máquinas recreativas, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020 y actualizamos en la del primer trimestre de 2024. Aunque la cotización de IGT fue débil (-6,9%) debido a la renovación pendiente del contrato de la lotería italiana y tuvo menos que ver con los resultados operativos, la depreciación del dólar -4,1% durante el trimestre no ayudó. Al parecer, IGT y Sisal (parte del grupo Flutter) son los dos licitadores confirmados para la concesión. Aunque Sisal tiene cierta experiencia en la gestión de loterías, ha unido

fuerzas con Scientific Games para la licitación. Para determinar la oferta ganadora, el Gobierno italiano valora en un 60% la oferta económica y en un 40% las propuestas técnicas y de inversión. La decisión se espera en los próximos meses. Seguimos creyendo que el titular, que ha gestionado y explotado la lotería con éxito desde 1993, tiene muchas posibilidades de renovar la concesión. En cualquier caso, creemos que el riesgo está más que descontado en las acciones a los niveles actuales.

El tercer detractor significativo fue Compagnie De L'Odet (-10,7%, -44 pb), el holding francés de Bolloré SE, presentado en nuestra carta del cuarto trimestre de 2024. Como probablemente recordarán de nuestra última carta trimestral, Odet es una historia complicada. Hay muchas partes móviles, pero Odet probablemente siguió el débil rendimiento de sus partes subyacentes. La debilidad de Bolloré se debió posiblemente a mayores pérdidas en su segmento industrial, a una tesorería neta inferior a la prevista y a la falta de claridad sobre lo que Bolloré hará con su pila de efectivo. Del mismo modo, la mayoría de las antiguas acciones de Vivendi fueron más débiles (Vivendi, Havas, Canal+ y Louis Hachette). Por otra parte, Vivendi aumentó su participación en Lagardère, viendo el valor por adelantado de los titulares de opciones que potencialmente ejerzan y entreguen más acciones antes del 15 de junio de 2025. Además, Vivendi vendió una participación del 20,38% en Telecom Italia (en dos tramos, 5,38% y 15% respectivamente), cobrando aproximadamente 930€ millones. Este importe podrá utilizarse para adquirir la participación de Lagardère y amortizar deuda. Por último, Sofibol, una entidad más próxima a la sociedad matriz, compró acciones de Odet en la horquilla 1.454-1.458 euros, mientras que Odet proseguía su programa de recompra de acciones, reduciendo aún más las acciones en circulación e insinuando un nivel de precios interesante. No hubo novedades por parte de la AMF en relación con la mayor oferta pública de adquisición de las entidades ex-Rivaud, noticias que nos ayudarán a evaluar la probabilidad de que Odet sea adquirida por una entidad privada a un precio razonable

El cuarto detractor fue Norma Group (-14,9%, -42 pb), líder alemán en tecnología de unión de metales y plásticos de alta calidad. La empresa sigue sufriendo debido a su importante exposición a la cíclica industria automovilística. A pesar del espacio competitivo, creemos que la empresa tiene una sólida posición de nicho que se ve ensombrecida por la mala gestión anterior y los contratos onerosos que han ocultado el verdadero poder de los beneficios. La dirección está abordando estos problemas. Además, la empresa está consiguiendo contratos en el segmento industrial no automovilístico y ha iniciado una revisión estratégica del negocio no cíclico del agua, que creemos que podría valer todo el valor actual de la empresa. Desgraciadamente, los desacuerdos entre el consejo de administración y el Consejero Delegado en relación con la asignación de capital posterior a la enajenación, provocaron la dimisión

de este último, echando más leña al fuego. Nos gusta el riesgo/recompensa asimétrico y creemos que se avecinan tiempos mejores para la empresa.

El quinto mayor detractor fue Energean Oil & Gas (-15,1%, -28 pb), la gasista greco-israelí empresa de E&P. La producción total para 2024 aumentó un 24% interanual, hasta 153 kboed, ligeramente por debajo de las previsiones de 155-175 kboed para 2024, simplemente porque la dirección se mostró reacia a bombear gas a precios poco atractivos⁸. El EBITDA siguió al alza de las ventas, aumentando un 25% hasta 1.200 millones de dólares. El tiempo de actividad del FPSO de Israel⁹ fue del 99% en los últimos doce meses, sin verse afectado por las tensiones geopolíticas en la región. El apalancamiento del Grupo siguió disminuyendo hasta 2,5x desde 3,0x en 2023. La dirección anunció las ventas adicionales de gas firmadas en enero de 2025, que añaden más de 2.000 millones de dólares a lo largo de la vida del contrato y elevan los ingresos totales contratados a 20.000 millones de dólares en los próximos 20 años, asegurando los flujos de caja a largo plazo. La noticia negativa fue la rescisión del acuerdo con Carlyle. Al parecer, Carlyle no obtuvo o renunció a ciertas autorizaciones reglamentarias en Italia y Egipto. Esta cartera se consideraba en general la historia de crecimiento del grupo, por lo que la rescisión del acuerdo cambia las prioridades de asignación de capital. Al mercado no le gustó ni el anuncio ni la rescisión de la operación, lo que nos hace preguntarnos por la cordura del mercado. La actividad de compra de información privilegiada tras la rescisión del acuerdo respalda aún más nuestra opinión positiva. Seguimos creyendo que Energean posee activos de gas estratégicos en Europa y que cotiza con un flujo de caja y una rentabilidad por dividendo atractivos

Sun International Limited (SUI SJ)

Sun International es uno de los principales operadores de casinos, resorts/hoteles, apuestas en línea y máquinas tragaperras de Sudáfrica. La empresa ha pasado por una transformación en los últimos cinco años, ya que fue sorprendida con demasiado apalancamiento durante la COVID. Desde entonces, la empresa ha recortado costes,

⁸ 'No vamos a vender gas a cualquier precio sólo para mostrar cifras de producción. Y se nos ha criticado que a veces no hemos cumplido las previsiones de producción' 'Pero yo estoy más centrado en el flujo de caja y el rendimiento para los accionistas, porque eso es en última instancia lo que cuenta, no dar titulares de producción. Es cómo convertir esta producción en un dividendo fiable para mis accionistas. Ese es mi enfoque clave'. - M. Rigas, Consejero Delegado de Energean, FY2024 Earnings Call

⁹ Producción, almacenamiento y descarga flotantes

obtenido capital y vendido sus operaciones en Latinoamérica. Ahora está invirtiendo en renovación y devolviendo un importante exceso de efectivo a los accionistas. La empresa cuenta con un fondo activista a largo plazo que influye en el consejo de administración y existe la posibilidad de que se produzca una importante operación de fusión y adquisición con un gran competidor. El negocio de los casinos cuenta con licencia y está relativamente protegido de la competencia, mientras que el online está creciendo rápidamente y su presencia omnicanal debería proporcionarles un rendimiento superior.

Sun International se fundó en 1967 y desde entonces opera en el negocio del juego y los complejos turísticos en Sudáfrica. Anteriormente, el grupo poseía activos en Latinoamérica (Argentina, Chile, Colombia, Panamá y Perú) y otros países africanos. Sin embargo, con la llegada del COVID, la empresa se encontró muy apalancada (alcanzando un máximo de >8x a finales de 2020), ya que estaban gastando considerablemente en la construcción de activos. La empresa tuvo que pasar del gasto de capital de crecimiento al recorte de costes y la salvación de su balance. La empresa había planeado sacar a bolsa los activos de Latam tras venderlos al 50% a su socio menor. Sin embargo, esto se renegoció a una venta completa en agosto de 2020 cuando la pandemia golpeó. Todavía quedan por cobrar algunos pagos contingentes de la venta. La empresa hizo una gran oferta de derechos en 2020, recaudando 1.200 millones de dólares. La empresa también abandonó Nigeria recientemente. La empresa se centra ahora en Sudáfrica y divide su negocio en cuatro segmentos: Urban Casinos, Sun Slots, Sun Bet y Resorts & Hotels.

El segmento de Casinos Urbanos (54% Ventas, 60% EBITDA) incluye las operaciones de nueve casinos situados en ubicaciones urbanas. Los ingresos netos de los casinos de juego se mantuvieron estables en 2024, superando a los del sector, apoyados principalmente por el mayor casino de la cartera. La actividad no relacionada con el juego siguió siendo favorable. Sun consiguió ganar cuota de mercado en un mercado plano. Una economía nacional más sana debería apoyar el negocio de los casinos urbanos, mientras que un enfoque omnicanal debería impulsar el crecimiento del juego en línea y atraer a cohortes más jóvenes a los casinos.

El segmento Resorts & Hotels (26% Ventas, 21% EBITDA) incluye la explotación de cuatro hoteles situados principalmente en regiones vacacionales. Sun City es el principal contribuyente, con un 61% de las ventas y el EBITDA del segmento. El mercado ha experimentado una fuerte recuperación, impulsada por la sólida demanda interna, las conferencias y el resurgimiento del turismo internacional. Sun International obtuvo buenos resultados en este mercado, con un crecimiento de las ventas del 7,6% y del EBITDA ajustado del 11,8% en 2024.



SunSlots (11% ventas, 9% EBITDA) posee seis licencias para operar LPMs¹⁰ en cuatro de las nueve provincias de Sudáfrica. Por lo general, los LPM se instalan en pubs o bares y Sun supervisa las operaciones a cambio de un acuerdo de ingresos compartidos con el propietario del pub o bar. El negocio de los LPM ofrece exposición a una clientela demográfica y socioeconómica diferente y depende mucho menos de los locales "de destino", por lo que está menos correlacionado con el resto del negocio. Sin embargo, el sector se enfrenta a presiones, ya que la recuperación del tráfico de los LPM es lenta en todo el país, posiblemente debido a la migración de los apostantes a las máquinas online durante los intensos cortes de suministro. Siguiendo las tendencias generales del sector, Sun registró un descenso de las ventas del 3,1% interanual y del 2,6% del EBITDA en 2024, mejorando los márgenes en un año a la baja.

El segmento Sunbet (9% ventas, 10% EBITDA) es la plataforma de juego en línea de Sun, que ofrece tanto apuestas deportivas como productos de casino en línea. La marca Sun International y la oferta de fidelización apoyan la retención de clientes y añaden valor a la estrategia omnicanal de la dirección, contrarrestando la tendencia a la migración online. SunBet registró un crecimiento de las ventas del 60,6% interanual y del EBITDA del 64,3% en 2024. El crecimiento continúa acelerándose con GGR¹¹ acercándose a los 1.300 millones de reales, superando ya su objetivo quinquenal de 1.300 millones de reales establecido en el CMD¹² en 2022, situándose entre los cinco primeros de Sudáfrica con una cuota de mercado estimada del 4,5%.

En los últimos tres años, Sun ha generado 6.200 millones de reales en flujo de caja de operaciones. En ese periodo, Sun ha devuelto 3.100 millones de reales de capital a los accionistas, de los cuales 2.900 millones en dividendos y 200 millones en recompra de acciones. El remanente se utilizó para mejorar el patrimonio de la empresa. Esperamos un elevado capex en 2025, pero debería reducirse más cerca del mantenimiento a partir de entonces, impulsando el flujo de caja libre a partir de 2026.

En 2024, la empresa distribuyó 416 millones de reales de dividendo bruto a cuenta, 612 millones de reales de dividendo bruto final y 141 millones de reales de recompra de acciones, por un total de 1.200 millones de reales de retorno de capital. Mientras tanto, Sun está intentando obtener la aprobación reglamentaria para la adquisición de uno de sus dos principales competidores, Peermont (un operador de casinos patrocinado por capital privado con ocho casinos en Sudáfrica y dos en Botsuana). La empresa se ha comprometido a pagar un dividendo del 75%, que se reducirá al 50% si la fusión con

¹⁰ Máquinas de pago limitado

¹¹ Ingresos brutos del juego

¹² Día de los Mercados de Capitales

Peermont sigue adelante. El apalancamiento se sitúa cómodamente por debajo del objetivo de 2,0x, por lo que si se cancela la operación hay margen para nuevas distribuciones de capital.

Sudáfrica se enfrenta a una prolongada crisis energética por el envejecimiento de las infraestructuras y la insuficiente generación de energía. Aunque Sun se ha visto afectada por la crisis energética, el despliegue de estrategias energéticas alternativas ha mitigado el riesgo. También se está debatiendo la legislación sobre la prohibición de fumar, que podría afectar a las ventas a corto plazo, en línea con las prohibiciones de fumar en otras jurisdicciones. Por último, la reubicación de un casino competidor más cerca de una zona dominada por Sun también debe considerarse un riesgo. Sin embargo, la participación del 20% del competidor en el casino de Sun probablemente evitaría un comportamiento agresivo. Aparte de estos riesgos, Sun opera en un mercado emergente y sus resultados podrían verse afectados por la economía local y los tipos de cambio.

Tras 26 años en Sun, Anthony Leeming, consejero delegado desde 2017, ha decidido jubilarse, pero permanecerá en la empresa hasta diciembre de 2025. Ulrik Bengtsson, de nacionalidad sueca y con dos décadas de experiencia al frente de empresas internacionales cotizadas en bolsa de los sectores del juego, las apuestas y las telecomunicaciones (CEO de Betsson 2013-18 y CEO de William Hill 2018-21) asumirá el cargo¹³. Nos impresiona especialmente su currículum y creemos que beneficiará a Sun, especialmente en sus planes de expansión online. Además, contar con Value Capital Partners, un gestor de activos de gran prestigio, como inversor ancla con dos puestos en el consejo refuerza la confianza en la tesis de inversión.

Las acciones cotizan a <7 veces beneficios, <4 veces EV/EBITDA, >15% FCFE 2026, >10% rentabilidad por dividendo, lo que parece atractivo. Creemos que las acciones podrían duplicarse.

Como ya hemos mencionado, pronto cambiaremos a liquidez diaria, ya que creemos que esto abrirá el fondo a más inversores. Asimismo, en las próximas semanas introduciremos una clase de acciones en libras esterlinas sin cobertura para facilitar el

¹³ [Sun contrata a un del sector](#)



acceso a los inversores radicados en el Reino Unido. Dado el tamaño actual de nuestro fondo, los costes del mismo se han reducido como porcentaje de los activos y tenemos previsto introducir la mitad de la comisión de gestión (50 pb) a partir de mayo de 2025, ya que creemos que el coste total para el inversor será razonable (c 1%). La comisión de gestión de la clase de los fundadores es del 1% de los activos. No cobramos comisiones de entrada ni de salida.

Nuestro objetivo es y seguirá siendo la cartera, pero necesitamos aumentar nuestros activos hasta un nivel sostenible. No duden en compartir esta carta con posibles inversores.

Tenemos un acuerdo comercial con Cobas Asset Management para distribuir nuestro fondo en España. Ya puede abrir una cuenta y cursar órdenes con ellos. Para más información, póngase en contacto con ellos por teléfono o correo electrónico. En el futuro, esperamos que sea posible a través de su página web. Puede ponerse en contacto con el equipo de Cobas en el +34 91 755 68 00 o en sopORTEinstitucional@cobasam.com

Se puede invertir en nuestro fondo a través de los dos depositarios centrales de valores internacionales europeos: Euroclear y su plataforma de compensación FundSettle y Clearstream a través de la plataforma de compensación de fondos Vestima. Nuestro fondo está registrado para su distribución en el Reino Unido, España y Luxemburgo, incluida la distribución minorista.

Otros distribuidores en España en los que se ofrece nuestro fondo son: Renta 4, Ironia, Lombard Odier, Creand así como otras muchas entidades que trabajan a través de las principales plataformas en las que el fondo está disponible bajo petición: Allfunds Bank e Inversis

En el Reino Unido se ofrecen en la plataforma de bajo coste AJ Bell ajbell.co.uk y pueden formar parte de un ISA o una pensión. El sitio web de Interactive Broker en el Reino Unido permite ahora abrir una cuenta de negociación y una cuenta ISA.

Nuestro fondo también está disponible en Interactive Brokers interactivebrokers.com, donde se puede abrir una cuenta en casi cualquier jurisdicción (el fondo no está disponible en EE.UU.). SwissQuote swissquote.com también ofrece un acceso casi mundial en el que prácticamente cualquier nacionalidad (excepto EE.UU.) puede abrir una cuenta sin que los impuestos locales suizos sean un problema.



Si tiene algún problema para encontrar nuestro fondo o desea obtener más información sobre nosotros y nuestro proceso, póngase en contacto con nosotros IR@palmharbourcapital.com

Nuestro fondo se ofrece como parte de un fondo de fondos de pensiones español orientado al valor. Siga este [enlace](#) para obtener más información.

Les agradecemos su continuo apoyo. Seguimos creyendo que es un buen momento para invertir en valores y estamos muy ilusionados con las perspectivas a medio plazo de la cartera actual.

Atentamente,

Palm Harbour Capital

Esta información es comunicada por Palm Harbour Capital LLP, que está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority. Este material es meramente informativo y no constituye una oferta o recomendación para comprar o vender cualquier inversión o suscribirse a cualquier servicio de gestión o asesoramiento de inversiones.

En relación con el Reino Unido, esta información sólo está dirigida a, y sólo puede ser distribuida a, personas que sean "profesionales de la inversión" (personas con experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones) definidos en los artículos 19 y 49 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (Promoción Financiera) Orden de 2001 y los artículos 14 y 22 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (Promoción de Instituciones de Inversión Colectiva) (Exención) Orden de 2001 y / o otras personas que estén autorizadas a recibir este documento en virtud de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000.

Cualquier inversión, y actividad de inversión o actividad controlada, a la que se refiere esta información sólo está disponible para dichas personas y sólo se realizará con dichas personas. Las personas que no tengan experiencia profesional no deberán basarse en esta información ni actuar en consecuencia, a menos que sean personas a las que se aplique cualquiera de los apartados (2)(a) a (d) del artículo 49 y a las que, de otro modo, se pueda distribuir legalmente esta información.

Con la inversión, su capital está en riesgo y el valor de una inversión y los ingresos derivados de ella pueden subir o bajar, pueden verse afectados por las variaciones de los tipos de cambio y es posible que no recupere la cantidad invertida. Las rentabilidades pasadas no son necesariamente indicativas de rentabilidades futuras y, cuando se citan rentabilidades pasadas brutas, deben tenerse en cuenta los gastos de gestión de la inversión, así como los gastos de transacción, ya que afectarán a sus rendimientos. Las desgravaciones o los umbrales fiscales mencionados se basan en las circunstancias personales y en la legislación vigente, que está sujeta a cambios.

No declaramos que esta información, incluida cualquier información de terceros, sea exacta o completa y no debe considerarse como tal. Las opiniones aquí expresadas reflejan la opinión de Palm Harbour Capital LLP y están sujetas a cambios sin previo aviso. Queda prohibida la reproducción total o parcial de este documento sin la autorización por escrito de Palm Harbour Capital LLP; no obstante, los destinatarios podrán transmitir este documento, pero únicamente a otras personas que entren dentro de esta categoría. Esta información debe leerse junto con la documentación pertinente del fondo, que puede incluir el folleto del fondo, el folleto simplificado o la documentación complementaria, y si no está seguro de si alguno de los productos y carteras presentados es la opción adecuada para usted, le rogamos que solicite asesoramiento financiero independiente proporcionado por terceros regulados.