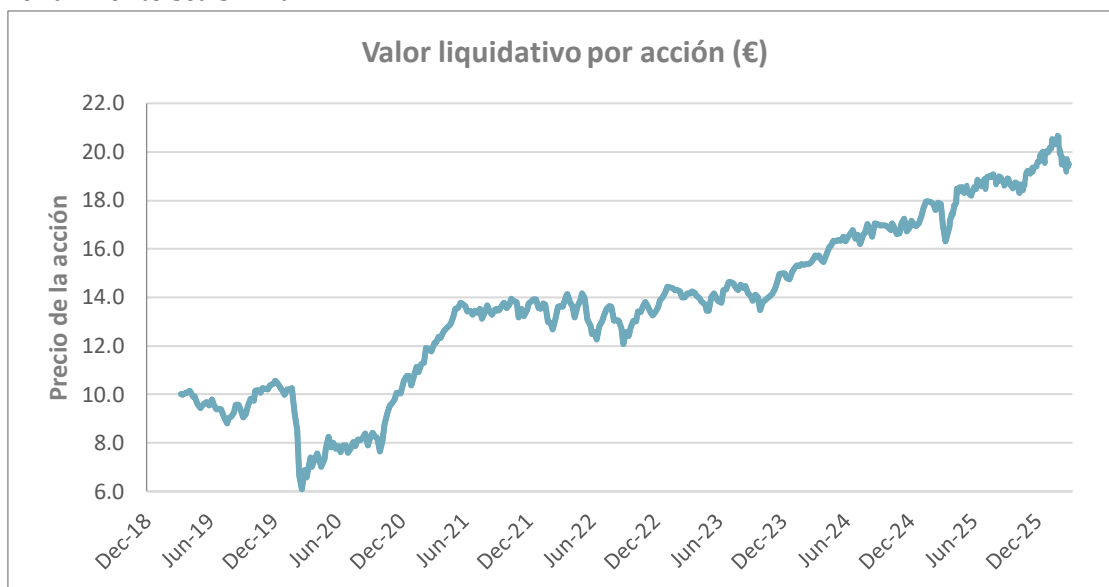




PALM HARBOUR CAPITAL

Estimados inversores:

Durante el primer trimestre, el fondo perdió un 0,56 %¹ (31/03/2026). No contamos con un índice de referencia específico en nuestro Documento de información clave para el inversor (KIID) y, por lo tanto, no podemos pronunciarnos sobre el rendimiento relativo. Dejamos que sea usted quien decida. Observamos que la cifra anterior parece ligeramente mejor que los índices de referencia europeos y mundiales. Nuestro último valor liquidativo (NAV) comunicado al cierre del trimestre fue de 19,51 (31/03/2026), un -0,56 % respecto al valor liquidativo más cercano comunicado al cierre del cuarto trimestre, que fue de 19,62 (31/12/2025). Esto sitúa la rentabilidad del valor liquidativo (NAV) en un año en el +9,4 % (del 31/03/2026 al 31/03/2025). Nuestra rentabilidad anual compuesta a cinco años es del 10,6 % y la rentabilidad del valor liquidativo desde el inicio hasta el cierre del trimestre es del 95,3 %, lo que supone una rentabilidad anual compuesta del 10 %. Somos muy optimistas respecto a las perspectivas de nuestra cartera y creemos que alcanzaremos nuestra meta de rentabilidad anual compuesta con el tiempo. La composición de nuestro fondo no se asemeja a la de ningún índice, por lo que es poco probable que nuestro rendimiento sea similar.



¹ Nuestro valor liquidativo (NAV) lo calculaba semanalmente FundPartner Solutions, una filial de Pictet & Cie, y no coincidía con los informes mensuales o trimestrales. Desde finales de abril de 2025, nuestro valor liquidativo se calcula a diario, pero las cifras históricas siguen siendo semanales. Consulte nuestro comentario sobre las comisiones de gestión.

El fondo obtuvo buenos resultados durante los dos primeros meses del trimestre, alcanzando nuevos máximos a finales de febrero. Las tendencias del mercado en los dos primeros trimestres fueron un repunte de los metales, especialmente el oro y el cobre, y una rotación en el sector de la inteligencia artificial, que pasó, al menos momentáneamente, de los valores considerados ganadores a los considerados perdedores. El fondo se mantuvo al margen de estos dos movimientos en su mayor parte, con la excepción de una o dos posiciones. Tuvimos una exposición moderada al cobre con nuestra inversión en Atalaya Mining y solo contábamos con un posible «perdedor» controvertido en el ámbito de la IA, Universal Music Group, a través de nuestras participaciones en Odet y Vivendi, respecto a las cuales discrepamos de lo que afirman algunos participantes del mercado.

Por supuesto, todo esto se esfumó a finales de febrero, cuando las renovadas tensiones políticas —sobre todo la escalada del conflicto en Oriente Medio— provocaron un fuerte repunte de la energía y de algunas materias primas, como los fertilizantes, y reintrodujeron los riesgos inflacionistas en una tendencia global de desinflación que, por lo demás, se estaba moderando. Hubo mucha volatilidad brusca impulsada por el sentimiento, en la que un solo dato, una insinuación política o incluso una publicación oportuna en las redes sociales podían cambiar rápidamente la dirección del mercado, desencadenando un comportamiento de aversión al riesgo en un momento y despertando el optimismo al siguiente. En un entorno así, en el que incluso los observadores macroeconómicos más astutos tienen dificultades, nos complace centrarnos en la microeconomía de nuestras empresas e intentar, en la medida de lo posible, ignorar el ruido. No es que simplemente escondamos la cabeza bajo el ala. Nos complace aprovechar la volatilidad para encontrar joyas aún más infravaloradas. Más bien, creemos que es importante mantener nuestra disciplina de valor a largo plazo y mantener el rumbo, porque creemos que esto es fundamental para lograr una revalorización del capital a largo plazo.

Nuestra inversión en Compagnie de l’Odet ha recibido buenas noticias, ya que su principal activo, Bolloré SE, ha anunciado un dividendo considerable de unos 4.200 millones de euros, lo que supone aproximadamente el 75 % de su tesorería a final de año, que ascendía a 5.600 millones de euros. Odet, que controla aproximadamente el 71 % de Bolloré, ha anunciado que repartirá alrededor de dos tercios de su participación y retendrá el resto. Nos parece interesante. Debido a la estructura de control circular de Bolloré-Odet, es probable que Bolloré reciba de vuelta cerca de 2.300 millones de euros. Esto le permitirá mantener la flexibilidad de su balance, al tiempo que proporciona a Odet los medios para aumentar probablemente su participación (ha estado comprando acciones de Bolloré de forma agresiva) y quizás, con el tiempo, fusionarse con Bolloré. También permite que el efectivo

fluya hacia las sociedades matrices, lo que les proporciona más flexibilidad para consolidar aún más el grupo con una fuga fiscal mínima. El otro activo principal de Bolloré, Universal Music Group, tuvo un mal rendimiento durante el trimestre, y su participación del 18 % cerró el primer trimestre con un valor aproximado de 5.600 millones de euros. Mencionamos anteriormente algunos temores relacionados con la IA que sacuden a parte del mercado y creemos que la caída del 25 % de UMG durante el trimestre podría explicarse en parte por esto. Tras el trimestre, Pershing Square presentó una propuesta que era en gran medida de naturaleza de ingeniería financiera más que operativa, pero que, no obstante, ponía de relieve la profundidad de la infravaloración de UMG. Esperamos tiempos interesantes en Odet, Bolloré y UMG en los próximos trimestres.

Durante el trimestre vendimos nuestra posición en Solvay, el productor de carbonato sódico, ya que nos preocupaba que los proyectos de expansión en curso en Wyoming y China supusieran una capacidad de producción a menor coste que la de los productos sintéticos europeos de Solvay, en un momento en que la ralentización de los mercados del automóvil y la construcción está afectando a la demanda. Del mismo modo, vendimos nuestra pequeña posición en Magnum's, la escisión de Unilever, ya que la escisión no se depreció tanto como esperábamos. Además, teníamos mejores usos para el capital. Adquirimos una empresa portuguesa de logística y una empresa coreana de cuidado ocular camuflada como distribuidora de productos químicos.

Al cierre del trimestre, nuestra cartera tenía un potencial alcista de más del 110 % respecto a nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba con un PER medio ponderado de 6,3 veces (neto de efectivo), un rendimiento FCF/EV del 18 % y una rentabilidad sobre el capital tangible del 28 %.

Aportaciones		Factores negativos	
Vitrocell	136 pb	Ibstock	-74 pb
Vår Energi	117 pb	Esprinet	-46 pb
Danieli Savers	50 pb	Converge	-40 pb
BW Offshore	46 pb	Brightstar Lottery	-39 pb
LNA Santé	46 pb	Vivendi	-37 pb

El principal impulsor durante el trimestre fue Vitrocell (+95,5 %; +136 pb), el fabricante líder surcoreano de pilas de litio primarias. Aunque las pilas primarias no son recargables, presentan una serie de cualidades que las hacen superiores para algunos casos de uso. Entre ellas se incluyen una vida útil más larga, de más de 10 años (frente a menos de dos años en el caso de las alcalinas o seis meses en el de las baterías de litio recargables), una mayor

densidad energética (entre 3 y 5 veces superior a la de las alcalinas o recargables) y un rango de temperaturas más amplio (de -55 °C a +85 °C). Esto las hace ideales para entornos extremos. Los contadores inteligentes utilizados en redes eléctricas y tuberías representan la mitad de las ventas, principalmente para empresas de servicios públicos, pero las aplicaciones militares y de la industria del petróleo y el gas están creciendo rápidamente (se estima que las aplicaciones militares y de petróleo y gas han aumentado un 120 % y un 40 %, respectivamente, en los últimos dos años; ahora representan conjuntamente aproximadamente el 35-40 % de las ventas en 2025). Vitzrocell registró un crecimiento del 15,3 % en 2025, tras alcanzar un 19,6 % y un 28,3 % en 2024 y 2023, respectivamente. La dirección confía en su objetivo para 2030 de 600 000 millones de wones, lo que implica un crecimiento adicional del 87 % en los próximos cinco años (o una tasa de crecimiento anual compuesta del 23 %).

El segundo mayor contribuyente fue Vår Energi (+67,5 %, +117 pb), la empresa noruega dedicada a la explotación de petróleo y gas. Vår Energi es el tercer mayor productor de la Plataforma Continental Noruega (NCS). La empresa posee participaciones en aproximadamente el 50 % de todos los activos en producción de la NCS y es uno de los mayores exportadores de gas noruego a Europa. En 2025, Vår vivió un año de transformación al aprobar 10 nuevos proyectos de desarrollo. Esto amplió sus reservas y su base de recursos hasta aproximadamente 2.200 millones de barriles equivalentes de petróleo (boe)². La empresa tiene actualmente 14 proyectos en ejecución, con el objetivo de alcanzar unas reservas 2P netas de ~210 millones de barriles equivalentes de petróleo (mmboe) con una sólida rentabilidad (umbral de rentabilidad medio de ~30 \$/boe). Paralelamente, está impulsando alrededor de 30 proyectos en fase inicial con potencial para añadir unos 550 millones de barriles equivalentes de petróleo adicionales. Esta combinación de producción en crecimiento, costes bajos y en descenso, gastos de capital estables y un entorno operativo de bajo riesgo en la Plataforma Continental Noruega (NCS) posiciona a Vår para una sólida generación de flujo de caja libre en el futuro. Incluso antes de la reciente escalada del conflicto con Irán, Vår Energi presentó en febrero de 2026 unos sólidos resultados del cuarto trimestre de 2025, superando en un 39 % las expectativas de consenso sobre el flujo de caja operativo. El trimestre se vio impulsado por una producción récord de 397 000 barriles equivalentes de petróleo al día —un aumento del 7 % respecto al trimestre anterior y del 43 % respecto al mismo periodo del año anterior—, respaldada por la puesta en marcha de nuevos yacimientos, mientras que los costes unitarios de producción alcanzaron el objetivo de 10 dólares por barril equivalente de petróleo. En el conjunto del año 2025, la producción media fue de 332 kboepd, con unos costes operativos de 11,1 \$/boe, frente a los 12,8 \$/boe de 2024. El sólido flujo de caja libre redujo el

² Barril equivalente de petróleo

apalancamiento neto a 0,8x, muy por debajo del objetivo de 1,3x a lo largo del ciclo. La empresa mantuvo su dividendo trimestral en 300 millones de dólares, lo que sigue ofreciendo un rendimiento aproximado del 10 % al cierre del trimestre, y prevé dividendos trimestrales similares hasta 2026. Para 2026, Vår espera que la producción aumente hasta los 390 000-410 000 barriles equivalentes de petróleo al día, manteniendo los costes en torno a los 10 dólares por barril equivalente de petróleo. Cabe destacar que la dirección afirmó que la empresa debería mantener un flujo de caja neutro con precios del petróleo tan bajos como 40 dólares por barril equivalente de petróleo hasta 2032. Dado que el petróleo cotiza actualmente muy por encima de los 100 dólares por barril equivalente de petróleo, Vår está bien posicionada para generar un flujo de caja libre sustancial y ofrecer una rentabilidad atractiva a los accionistas.

El tercer contribuyente significativo fue Danieli & C Savers (+14,9 %, +50 pb), el fabricante italiano de plantas siderúrgicas y productor de acero, presentado en nuestra carta del tercer trimestre de 2020. Aunque las ventas disminuyeron un 16 % interanual debido a la sincronización de los proyectos, el EBITDA aumentó un 17 %, superando las expectativas. El EBITDA se vio respaldado por el margen generado en la división de fabricación de plantas y por la mejora del rendimiento de la división de fabricación de acero. En este sentido, esperan alcanzar una sólida rentabilidad en el primer semestre de 2026, gracias a un mercado más robusto y receptivo. Además, la cartera de pedidos de la división de construcción de plantas aumentó un 10,9 % hasta los 5.967 millones de euros y se mantuvo bien diversificada por zona geográfica y línea de productos. Los resultados de las dos actividades siguen compensándose mutuamente a lo largo de los altibajos de los ciclos económicos, al tiempo que se mantienen consistentemente positivos y crecen en general. El efectivo neto (excluidos los anticipos) aumentó en 178 millones de euros hasta alcanzar los 929 millones de euros, lo que cubría el 22 % de la capitalización bursátil al cierre del trimestre. Desde principios de 2025, Danieli ha aparecido en cuatro de nuestras cinco listas de principales contribuyentes, generando una rentabilidad de aproximadamente 1,5 veces. Aunque la acción sigue pareciendo infravalorada, estamos recogiendo beneficios parciales, conscientes de los crecientes riesgos energéticos y de inflación.

El cuarto mayor contribuyente fue BW Offshore (+25 %, +46 pb), la empresa noruega que cotiza en bolsa dedicada a la propiedad, explotación y construcción de FPSO³. El 5 de diciembre, la empresa anunció una revisión estratégica de su negocio. Nos sorprendió la moderada reacción del precio de las acciones, ya que se trataba de un acontecimiento significativo. Adquirimos acciones y esperamos el resultado de la revisión.

³ Producción, almacenamiento y descarga flotantes

El quinto mayor contribuyente fue LNA Santé (+14,3 %, +46 pb), el operador francés de residencias de ancianos y centros sanitarios, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2022. LNA publicó sus resultados completos, confirmando un crecimiento orgánico del 7,6 %, que superó la previsión revisada al alza del 7 % (inicialmente del 6 %). Este rendimiento se debió principalmente a un sólido aumento orgánico del 12 % en el segmento de Healthcare France, respaldado por un mayor volumen de atención hospitalaria a domicilio y estancias en hospital de día. El negocio de residencias de ancianos registró un crecimiento orgánico del 3,2 %, atribuible en su totalidad al aumento regulado de las tarifas de alojamiento. Las tasas de ocupación comunicadas se mantuvieron por debajo de los niveles óptimos, debido principalmente a la puesta en marcha de las camas recién inauguradas y al rendimiento inferior al esperado de cinco residencias de ancianos concretas. El margen de EBITDA operativo se situó en el 8,7 %, 30 puntos básicos por debajo del año anterior, debido principalmente a que los aumentos de tarifas no siguieron el ritmo de la inflación. La dirección indicó que se esperan más novedades al respecto en los próximos meses. Para 2026, la empresa prevé un crecimiento orgánico del 5 %, la estabilización de los márgenes y nuevas desinversiones de activos. Cabe destacar que la dirección proporcionó una previsión de 50 millones de euros en flujo de caja libre (excluyendo las variaciones en el capital circulante y las inversiones de crecimiento), lo que ofrece una mayor visibilidad y confianza en la capacidad de generación de efectivo del grupo y establece un sólido argumento a favor del potencial alcista.

El principal lastre fue Ibstock (-27,9 %; -74 pb), el fabricante británico de ladrillos y productos de hormigón, que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2019. Los ingresos del grupo aumentaron un 2 %, impulsados por la fuerte actividad de nueva construcción en el primer semestre, mientras que el EBITDA ajustado cayó un 10 %, en línea con las previsiones revisadas. La presión sobre los márgenes reflejó la continua inflación de los costes, un cambio adverso en la composición de la cartera de productos hacia volúmenes de nueva construcción con márgenes más bajos y los elevados costes asociados al restablecimiento de la capacidad. La deuda neta se redujo ligeramente, gracias a los 30 millones de libras esterlinas obtenidos de desinversiones en activos no esenciales. La puesta en marcha de las instalaciones de Atlas y Nostell ya está prácticamente completada, lo que debería reducir las necesidades de inversión y aumentar la eficiencia. La dirección espera que los mercados de nueva construcción residencial y de reparación y mantenimiento sigan moderados durante el primer semestre de 2026, y solo prevé una modesta recuperación del volumen en el segundo semestre. En este contexto, las palancas clave bajo el control de la empresa son la reducción de costes y una gestión rigurosa de las existencias. En cuanto a los costes, aproximadamente el 80 % de las necesidades energéticas de Ibstock para 2026 ya están cubiertas, lo que proporciona un cierto grado de protección frente a la probabilidad de otra crisis energética. El momento y la magnitud de la recuperación siguen siendo inciertos, pero las perspectivas a largo plazo son positivas. El Gobierno del Reino Unido ha fijado un objetivo ambicioso de 300 000 viviendas terminadas al año, aunque en 2025 solo

se entregaron unas 150 000. Incluso una tasa de ejecución normalizada más cercana a las 200 000 viviendas terminadas debería permitir a Istock generar un importante flujo de caja libre. Ser propietario de un negocio dominante y de alta calidad durante la actual fase de recesión ofrece un atractivo potencial alcista una vez que los volúmenes se recuperen hacia niveles más normalizados.

El segundo factor que más lastró el resultado fue Esprinet (-20,5 %, -46 pb), el distribuidor italiano de productos electrónicos que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. Esprinet publicó sus resultados de 2025, con un aumento de las ventas del 3,6 % hasta los 4 292 millones de euros. El crecimiento se vio impulsado por un sólido rendimiento en la Península Ibérica (+10 % en España y +47 % en Portugal), mientras que Italia se mantuvo prácticamente estable. El margen bruto se mantuvo estable en torno al 5,5 %, respaldado por unos menores costes de factoring. El consiguiente aumento del beneficio bruto se vio compensado por unos mayores gastos operativos, lo que dejó el EBITDA ajustado prácticamente estable en 70 millones de euros. La deuda neta aumentó más de lo esperado debido a mayores necesidades de capital circulante, en parte relacionadas con la acumulación oportunista de existencias ante las subidas de precios previstas. Lo que realmente tomó por sorpresa al mercado fue el anuncio de que Alessandro Cattani, consejero delegado (y accionista significativo) durante más de 25 años, dimitirá a finales de abril de 2026. Tiene previsto seguir siendo un accionista importante. A sus 63 años, Cattani citó la disminución de la energía necesaria para seguir liderando la empresa como la razón principal de su decisión. La dirección reconoció que el momento y la comunicación de la jubilación podrían haberse gestionado con mayor tacto, señalando que las difíciles condiciones macroeconómicas y la incertidumbre en torno a los precios de la memoria tampoco ayudaron al sentimiento del mercado. En el lado positivo, la dirección ofreció unas perspectivas optimistas para 2026, destacando la recuperación prevista en Italia y el fuerte impulso que se mantiene en España y Portugal. El Consejo propuso un dividendo final de 0,35 € por acción, lo que implica una ratio de reparto del 85 %. A pesar de la confusa presentación de resultados trimestrales y de la transición en el liderazgo, Esprinet siguió generando fuertes flujos de caja libre que deberían justificar una valoración significativamente más alta. Seguimos siendo optimistas con respecto a la acción.

El tercer factor negativo significativo fue Converge (-19,2 %; -40 pb), la empresa de telecomunicaciones con sede en Filipinas especializada en Internet de banda ancha de fibra óptica de alta velocidad, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2025. Converge ICT registró un crecimiento interanual de los ingresos del 10,6 % en el cuarto trimestre de 2025, impulsado por un fuerte repunte del 31,4 % en el segmento empresarial que compensó con creces el modesto crecimiento del 6,6 % en el negocio residencial. Las altas netas trimestrales de abonados se ralentizaron hasta las 56 000 en el cuarto trimestre, muy por debajo de la media de 121 000 de los tres trimestres anteriores. Esto situó la base total de usuarios residenciales en aproximadamente 3 millones, lo que refleja un

crecimiento interanual del 16,4 %, pero solo del 2 % intertrimestral. La dirección atribuyó la desaceleración a las interrupciones y cortes de suministro relacionados con las condiciones meteorológicas, que frenaron especialmente la demanda en el segmento de prepago. De cara al futuro, la empresa espera un crecimiento de los ingresos consolidados del 8-10 % en el próximo año, lo que supone una ligera moderación con respecto al rendimiento del año anterior. Se prevé que los márgenes de EBITDA se sitúen entre el 58 % y el 59 %, lo que implica una dilución de entre 140 y 240 puntos básicos. Mientras tanto, se prevé que los gastos de capital se mantengan elevados, entre 18 000 y 23 000 millones de pesos, a medida que Converge acelera la expansión de la red de « » en las regiones de Visayas y Mindanao. Seguimos observando retos operativos a corto plazo con margen para la normalización, mientras que los elevados gastos de capital ocultan la verdadera generación de efectivo. Si estamos en lo cierto, el potencial alcista sigue siendo significativo.

El cuarto factor negativo fue Brightstar Lottery (-14,7 %, -39 pb), el proveedor italo-estadounidense de sistemas tecnológicos para loterías, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020 y sobre el que informamos en nuestra carta del primer trimestre de 2024. Hemos perdido la cuenta de cuántas veces hemos comentado el rendimiento de Brightstar (antes IGT). Es cierto que ha sido un recorrido volátil, pero la posición sigue siendo una de las que más beneficios genera para el fondo. Con una rentabilidad por dividendo del 7 % y un modelo de negocio defensivo, rebosa valor, pero entendemos que las características de largo plazo de la historia de la acción pueden, en ocasiones, restar valor al rendimiento del precio de la acción a corto plazo.

El quinto factor que más lastró el índice fue Vivendi (-24,9 %, -37 pb), el holding francés que cotiza en bolsa y se centra en los sectores de contenidos, medios de comunicación y entretenimiento. Vivendi sigue enfrentándose a presiones, principalmente debido a su elevada exposición a Universal Music Group (UMG), que representa aproximadamente el 65 % del valor liquidativo de la empresa. A lo largo del trimestre, la cotización de UMG cayó un 35 %, impulsada en gran medida por la preocupación de los inversores sobre el crecimiento futuro en un contexto de crecientes riesgos relacionados con la inteligencia artificial en la industria musical. Aunque los resultados del cuarto trimestre de 2025 de UMG superaron las expectativas del consenso —respaldados por varios elementos puntuales—, el crecimiento de los ingresos por suscripciones (que representan alrededor del 40 % de las ventas totales) siguió desacelerándose. La generación de efectivo se mantuvo estable, lastrada por los elevados anticipos a los artistas y el aumento de las inversiones en catálogos, que forman parte de los gastos de capital y están vinculados a la estrategia de crecimiento de la empresa en los mercados emergentes. Se espera que estos elevados niveles de inversión persistan durante este año. Seguimos considerando a UMG como una empresa de alta calidad que ha visto rebajada su valoración desde niveles elevados. Lo que nos parece especialmente atractivo ahora es la oportunidad de obtener exposición a la empresa con un descuento aún mayor a través de Vivendi.

Cirsa Enterprises (CIRSA MCE)

Cirsa es una empresa española líder en el sector del juego omnicanal con operaciones en España, Latinoamérica e Italia. Cirsa gestiona 460 casinos y salas de juego, 80 000 máquinas tragaperras y cuenta con una división de juego y apuestas online en rápido crecimiento. La empresa opera en mercados 100 % regulados y es el actor número uno o dos en la mayoría de los mercados en los que opera.

La empresa se fundó en 1978 en España tras la legalización del juego en el país. En sus primeros años, Cirsa se centró en la explotación y la fabricación de máquinas tragaperras. En 1982, el grupo « » adquirió su primer casino en España, lo que marcó el inicio de su estrategia de diversificación. Durante la década de los noventa, Cirsa se expandió a Latinoamérica, estableciendo su presencia en países como Colombia, Panamá y México. En la década de los 2000, la empresa entró en el mercado italiano a través de concesiones de máquinas tragaperras. En 2007, Cirsa lanzó Sportium, una empresa conjunta dedicada a las apuestas deportivas, que más tarde se convirtió en una pieza clave de su estrategia online. En una operación crucial para la empresa, Blackstone adquirió una participación mayoritaria en 2018 a su fundador, Manuel Lao Hernández. Bajo la propiedad de Blackstone, Cirsa se ha centrado en la eficiencia operativa y en una estrategia de «buy-to-build», completando más de 25 adquisiciones complementarias para consolidar su liderazgo en mercados fragmentados. El grupo ha dado un giro significativo hacia un modelo omnicanal, adquiriendo el 100 % de Sportium en 2019. Cirsa completó con éxito su salida a bolsa a mediados de 2025. Desde su creación hace unos 50 años, Cirsa ha construido una cartera bien equilibrada y es considerada un operador líder a nivel mundial.

La empresa cuenta con cuatro unidades de negocio. El segmento **de casinos** (55 % del EBITDA de 2025) se considera la principal fuente de ingresos del Grupo y se centra en el perfil de cliente del mercado masivo con apuestas bajas. La empresa gestiona 447 casinos en ocho países, entre ellos España (268), Colombia (78), Panamá (36) y México (30). Otras jurisdicciones incluyen Perú, Costa Rica, República Dominicana y Marruecos. La mayoría de las licencias son indefinidas o, por lo general, se renuevan automáticamente. El segmento **de máquinas recreativas en España** (30 %) se centra en la explotación de 25 500 máquinas recreativas en España, donde Cirsa es el líder indiscutible del mercado. Los acuerdos de concesión consisten en contratos exclusivos a largo plazo con establecimientos hosteleros (normalmente de 5 a 10 años) y licencias de los gobiernos regionales, lo que crea importantes barreras de entrada y proporciona flujos de caja predecibles y recurrentes. El segmento también incluye la fabricación de máquinas a través de su división B2B, lo que

permite la innovación de productos y la eficiencia operativa. El segmento de **Juegos y Apuestas Online** (14 %) opera principalmente bajo la marca Sportium y es el de más rápido crecimiento, con un EBITDA que se ha multiplicado por 5,7 desde el ejercicio fiscal 2019. Es una parte fundamental de la estrategia omnicanal de Cirsa, que aprovecha sus establecimientos físicos para captar y realizar ventas cruzadas a clientes online. **El segmento de Máquinas Recreativas en Italia** (4 %) gestiona 15 500 máquinas recreativas en Italia. Este segmento no se considera fundamental y la dirección podría estar dispuesta a desprenderse de él si se presenta una oferta adecuada.

Cirsa opera en un panorama del juego muy fragmentado, en el que suele ocupar posiciones dominantes frente a competidores en su mayoría locales y de pequeña escala. En el segmento **de los casinos**, el grupo no se enfrenta a una competencia internacional significativa, ya que sus mercados están atendidos principalmente por empresas familiares locales. Su principal riesgo competitivo en este ámbito proviene de la posibilidad de que los reguladores concedan nuevas licencias, más que de la presión de los competidores existentes. En **el sector de las máquinas tragaperras en España**, Cirsa es el líder indiscutible con una cuota de mercado del 26 %, identificando a Codere como su competidor directo más importante en operaciones de tragaperras, con una cuota del 6-7 %. La división de **Juegos y Apuestas Online** se enfrenta a una competencia más fuerte por parte de grandes marcas internacionales como Bet365, Flutter, Entain y 888 Holdings. Sin embargo, se estima que Cirsa (Sportium) ocupa la segunda posición con una cuota de mercado del 11 %, junto con Bet365. El mercado **italiano de máquinas tragaperras** sigue siendo un reto en el que CIRSA es un operador externo (ocupa el puesto n.º 5) que compite contra operadores mucho más grandes y consolidados como Lottomatica y Snaitech (propiedad de Flutter).

Cirsa opera exclusivamente en mercados totalmente regulados, una estrategia que supone altas barreras de entrada, pero que vincula estrechamente la rentabilidad a la evolución de las políticas gubernamentales, como los regímenes fiscales fluctuantes y el endurecimiento de las restricciones publicitarias. Si bien el modelo de negocio depende de licencias y concesiones gubernamentales a largo plazo, el riesgo se ve mitigado por unas tasas de renovación históricamente altas, que superan el 90 %. Desde el punto de vista geográfico, la empresa genera el 39 % de su EBITDA en Latinoamérica, lo que expone sus operaciones a la inestabilidad política regional, la devaluación de la moneda y la volatilidad macroeconómica. Aunque la naturaleza de «apuestas bajas» de su base de clientes suele hacer que el sector del juego sea resistente a la recesión, una grave recesión económica podría reducir el gasto discrecional en entretenimiento.

Los mercados de predicción pueden suponer un reto para Cirsa. La respuesta regulatoria en sus operaciones multijurisdiccionales podría variar. Los retrasos en la regulación de los mercados de predicción podrían suponer el riesgo de alejar a los apostantes de las casas de

apuestas con cuotas fijas, lo que ejercería presión sobre el GGR y los márgenes. Cabe mencionar que Cirsa está respondiendo de forma proactiva con el lanzamiento de sus propios contratos de estilo predicción en España a finales de 2026, lo que crea una oportunidad para atraer a usuarios más jóvenes y analíticos. La empresa cree que la legislación española prohíbe estos mercados a entidades no reguladas, pero el tiempo dirá cómo se desarrollará la situación.

Esperamos que Cirsa registre un crecimiento sólido en los próximos años, impulsado principalmente por la continua expansión del mercado de las apuestas deportivas online, el despliegue en curso de la estrategia de expansión de casinos del grupo y nuevas oportunidades de consolidación en los mercados fragmentados en los que opera. A corto plazo, los márgenes podrían sufrir cierta dilución a medida que el segmento online, de más rápido crecimiento —que actualmente opera con un perfil de margen más bajo, del 19-20 %—, aumente su peso en relación con la media global del grupo, situada en el 31-32 %. Sin embargo, a largo plazo, a medida que el negocio online crezca y se beneficie del apalancamiento operativo, las sinergias omnicanal y las ganancias de eficiencia, no vemos razón por la que Cirsa no pueda reducir progresivamente la brecha con respecto a la media del grupo. Teniendo en cuenta todos estos factores, Cirsa cotiza con un rendimiento del flujo de caja libre de alrededor del 15 %, lo que deja un amplio margen para la revalorización del precio a medida que el mercado reconozca su trayectoria de crecimiento y la mejora de su mix de rentabilidad.

Tras la salida a bolsa, Blackstone sigue manteniendo una participación del 72 % en la empresa. Aunque las colocaciones ocasionales de acciones pueden ejercer una presión temporal sobre el precio de las acciones, esperamos que Blackstone vaya vendiendo acciones gradualmente a medida que el mercado reconozca cada vez más el valor fundamental de la empresa.

La asignación de capital se centra en una distribución constante de dividendos, aproximadamente el 35 % de los beneficios netos, un desapalancamiento disciplinado, con un objetivo de 2-2,5 veces a medio plazo, y fusiones y adquisiciones (M&A) e es que aumenten el valor. Las fusiones y adquisiciones son una parte integral de la trayectoria de crecimiento de Cirsa, ya que han representado un tercio del crecimiento histórico del grupo.

Para nuestros inversores españoles, nos complace informar de que el fondo es ahora «traspasable» y se ha notificado a la CNMV. Esperamos que esto facilite la decisión de invertir en España.

Como se ha mencionado anteriormente, el fondo pasó a operar diariamente a finales de abril de 2025. También hemos lanzado una clase de acciones en libras esterlinas sin cobertura en mayo de 2025 y una clase de acciones en dólares sin cobertura en marzo de 2026. Dado el tamaño actual del fondo, los costes del fondo han disminuido como porcentaje de los activos y hemos establecido una comisión de gestión de 50 puntos básicos (0,5 %) a partir de mayo de 2025, ya que creemos que el coste total para el inversor será razonable (<1 %). La comisión de gestión de la clase del fundador es de hasta el 1 % de los activos, pero actualmente no tenemos planes de aumentarla, ya que queremos mantener bajos los costes totales. No cobramos comisiones de entrada ni de salida.

Nuestro enfoque es y sigue siendo la cartera, pero necesitamos hacer crecer nuestros activos hasta un nivel sostenible. No dude en compartir esta carta con cualquier inversor potencial.

Tenemos un acuerdo comercial con **Cobas Asset Management** para distribuir nuestro fondo en **España**. Ya puede abrir una cuenta y realizar órdenes con ellos. Para obtener más información, póngase en contacto con ellos por teléfono o correo electrónico. Esperamos que, en el futuro, sea posible hacerlo a través de su página web. Puede ponerse en contacto con el equipo de Cobas en el +34 91 755 68 00 o 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, Alemania y Luxemburgo, incluida la distribución minorista.

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

En el Reino Unido, estamos disponibles en la plataforma de bajo coste **de AJ Bell**, ajbell.co.uk, y podemos formar parte de una cuenta ISA o de un plan de pensiones. La página web de Interactive Brokers en el Reino Unido permite ahora abrir una cuenta de negociación y una cuenta ISA. También se nos puede encontrar en TransAct, Interactive Investor, Quilter y Aegon.

Nuestro fondo también está disponible en **Interactive Brokers** (interactivebrokers.com), donde puede abrir una cuenta en casi cualquier jurisdicción (el fondo no está disponible en EE. UU.). **SwissQuote** (swissquote.com) también ofrece acceso en casi todo el mundo, donde



prácticamente cualquier nacionalidad (excepto EE. UU.) puede abrir una cuenta sin que los impuestos locales suizos supongan un problema.

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

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

Stefan Weiss, un antiguo compañero de Peter de sus días en la malvada banca alemana, se une al equipo para redimirse de sus pecados. Contribuirá tanto en el ámbito del análisis como en el de las relaciones con los inversores (o en cualquier otro ámbito en el que pueda).

Les agradecemos su continuo apoyo. Seguimos creyendo que este es un gran momento para ser inversor de valor y estamos muy ilusionados con las perspectivas a medio plazo de la cartera.

Atentamente,

Palm Harbour Capital

Esta información es comunicada por Palm Harbour Capital LLP, que está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Este material tiene carácter meramente informativo y no constituye una oferta ni una recomendación para comprar o vender ninguna inversión ni para suscribirse a ningún servicio de gestión o asesoramiento de inversiones.

En relación con el Reino Unido, esta información está dirigida exclusivamente a, y solo puede distribuirse a, personas que sean «profesionales de la inversión» (es decir, personas con experiencia profesional en asuntos relacionados con inversiones), tal y como se definen en los artículos 19 y 49 de la Orden de 2001 sobre la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (Promoción Financiera) y en los artículos 14 y 22 de la Orden de 2001 sobre la Ley de Servicios y Mercados Financieros (Promoción de Planes de Inversión Colectiva) (Exención) de 2001, y/o a aquellas otras personas a las que se les permite recibir este documento en virtud de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000.

Cualquier inversión, actividad de inversión o actividad controlada a la que se refiera esta información está disponible únicamente para dichas personas y se llevará a cabo únicamente con dichas personas. Las personas que no tengan experiencia profesional no deben 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, a quienes la distribución de esta información pueda realizarse legalmente de otro modo.

Al invertir, su capital está en riesgo y el valor de una inversión y los ingresos que genera pueden tanto subir como bajar; además, puede verse afectado por las variaciones del tipo de cambio, y es posible que no recupere el importe invertido. La rentabilidad pasada no es necesariamente indicativa de la rentabilidad futura y, cuando la rentabilidad pasada se cite en términos brutos, deben tenerse en cuenta los gastos de gestión de la inversión, así como los gastos de transacción, ya que estos afectarán a su rentabilidad. Las desgravaciones fiscales o los umbrales mencionados se basan en circunstancias personales y en la legislación vigente, que está sujeta a cambios.

No garantizamos que esta información, incluida cualquier información de terceros, sea exacta o completa, y no debe considerarse como tal. Las opiniones expresadas en el presente documento reflejan la opinión de Palm Harbour Capital LLP y están sujetas a cambios sin previo aviso. Ninguna parte de este documento puede reproducirse de ninguna manera sin el permiso por escrito de Palm Harbour Capital LLP; no obstante, los destinatarios pueden transmitir este documento, pero solo a otras personas que pertenezcan a 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, solicite asesoramiento financiero independiente prestado por terceros regulados.