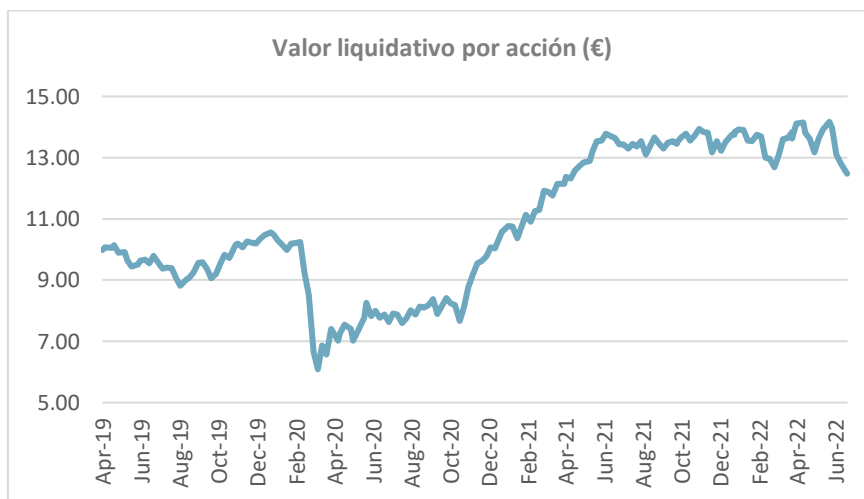




PALM HARBOUR CAPITAL

Estimados inversores y amigos:

Durante el segundo trimestre, el fondo perdió un 8,5 %, antes de comisiones¹. No hay un índice de referencia establecido en nuestro Documento de información clave para el inversor (KIID) y, por tanto, no cabe comentario sobre el rendimiento relativo. Saquen sus propias conclusiones. Eso sí, el número anterior parece algo mejor que los índices de referencia europeos y mundiales. Hemos cerrado el trimestre con un rendimiento en lo que va del ejercicio ('year to date') de -9,1 % (-9,2 % en valor liquidativo). Entre el inicio y el cierre del trimestre, fue de 26,6 %, es decir, 7,6 % de rendimiento anual compuesto. Del mismo modo, nuestro último valor liquidativo comunicado al final del trimestre fue de 12,48 (31/03/2022, -8,5 % respecto al valor liquidativo comunicado más cercano, del cierre del primer trimestre, de 13,64). Somos muy optimistas sobre las perspectivas de nuestra cartera y la posibilidad de lograr nuestra aspiración de rentabilidad compuesta a largo plazo. La composición de nuestro fondo no se parece a ningún índice, por lo que nuestro rendimiento tampoco tenderá a parecerse.



¹ Nuestro valor liquidativo es objeto de cálculo semanal por FundPartner Solutions, una filial de Pictet & Cie. El cálculo no coincide en el tiempo con los informes mensuales o trimestrales. El rendimiento bruto se declara neto de impuestos y comisiones, pero antes de imputar los gastos del fondo, que actualmente ascienden a una tasa aproximada de 10 pb por trimestre con el volumen actual de activos bajo gestión (AUM). Proyectamos que la tasa de gasto disminuirá significativamente a medida que el AUM aumente. Rogamos consulten nuestro comentario sobre comisiones de gestión.

El trimestre ha consistido en una historia de dos partes: miedo a la inflación seguido de temor a recesión. El fondo tuvo un buen desempeño en la primera parte, alcanzando un nuevo máximo de 14,17 el 2de junio de 2022. Pero este rendimiento se deterioró rápidamente en las tres últimas semanas del trimestre. El catalizador parece haber sido la tan anunciada subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. Los precios de la renta fija fueron muy volátiles, y la curva de rendimiento de los bonos a dos y diez años se invirtió, lo que suele interpretarse como indicador de una próxima recesión. La inflación, la subida de los tipos y el riesgo de recesión hicieron que muchos inversores especulativos entraran en pánico.

El trimestre fue difícil, con la caída de casi todas las clases de activos y todos los sectores de la renta variable. Ya se ha hablado mucho de lo mala que ha sido la primera parte para los mercados. Para nosotros, solo en las últimas semanas, los segmentos de nuestra cartera de menor capitalización, más cíclicos y orientados al consumo sufrieron un fuerte descenso. Nos reconforta saber que pudimos recortar la mayoría de las posiciones en tiempos favorables y que tenemos efectivo listo para desplegar durante los de mayor dificultad.

Es fácil dejarse llevar por los titulares negativos. Los inversores tienden a centrarse excesivamente en el corto plazo. Nosotros, en cambio, creemos que contar con un proceso de inversión sólido y disciplinado, que intente reducir, si no eliminar, los sesgos del comportamiento, es la clave del rendimiento a largo plazo. Mínimos de varias décadas en el sentimiento de los consumidores, la inflación más elevada en varias décadas, la guerra en Ucrania, los altos precios de las materias primas, la inminente recesión y la caída de los mercados resumen brevemente el sentimiento del mercado. Sin tener una bola de cristal, vemos estos acontecimientos como de carácter transitorio. Se suele decir que la solución a los altos precios de las materias primas es un precio alto de las mismas, ya que incentiva la inversión y el aumento de la producción. Cuando los políticos y los inversores 'ESG' dejen de interferir, los precios de las materias primas volverán a bajar. Los retos de la cadena de suministro se resolverán por sí solos. Siempre ha sido una buena estrategia comprar cuando el sentimiento de los inversores y consumidores es bajo.

Una probable y largamente esperada recesión puede no ser del todo mala, y es previsible que sea leve. Ni la mayoría de las empresas cotizadas ni los consumidores parecen estar sobrepasados. Los bancos están bien capitalizados. La tasa de desempleo es una de las más bajas de las que se tiene constancia en Estados Unidos y en algunas partes de Europa, y las ofertas de empleo siguen siendo muy pujantes. Por supuesto, habrá quiebras e insolvencias, pero esto es normal. En todo caso, la

mayor parte de ellas se han producido hasta ahora en empresas respaldadas por capital riesgo, que en ningún caso generaban beneficios, y en el mundo de las criptomonedas, fuertemente sesgado hacia las IT. Esto podría incluso ser beneficioso para otras partes de la economía que experimentan una escasez de trabajadores de IT.

Es importante que el análisis excluya el ruido. Preferimos centrarnos en negocios de verdad y mantener nuestra estrategia de inversión a largo plazo. Esto significa buscar oportunidades a través de beneficios normalizados a múltiplos de ciclo medio y centrarse en perspectivas a largo plazo como propietario de un negocio.

Hemos sido muy críticos con los principales bancos centrales. Fueron muy lentos a la hora de subir tipos en la década anterior, se negaron a permitir recesiones sanas y suaves ni a permitir ninguna corrección bursátil. Estas políticas supusieron aumentar la desigualdad, al rescatar a los especuladores y alimentar las burbujas. Covid supuso un catalizador que impulsó un estímulo aún más extremo. Los bancos centrales trataron de arreglar problemas sobre los que tenían poco control con aún más liquidez: alteraciones de la cadena de suministro mundial y una demanda anémica en ciertos sectores debido a las restricciones de los gobiernos. Esto, unido a los estímulos estatales, avivó la inflación no sólo en los mercados de activos sino también en la economía real. Los bancos centrales tardaron demasiado en darse cuenta de que la inflación era una amenaza, y dejaron que la especulación desenfrenada se desbocara, empujando hacia la estratosfera un mercado inmobiliario restringido por la oferta. Ahora, al menos, los banqueros centrales han conseguido pinchar algunas burbujas en la tecnología sobrevalorada, valores especulativos sin perspectiva real de generar beneficios, criptomonedas y 'meme stocks' sin sentido económico alguno. Pero pensamos que aún queda por hacer, ya que las valoraciones deberían seguir bajando en los mercados de capital riesgo y de 'private equity', así como en los de crédito privado.

Los bancos centrales se enfrentan ahora a un reto de equilibrismo. Tras no impedir la inflación, incluso alimentándola y afirmando ciegamente que era transitoria, los bancos centrales deben demostrar ahora que son capaces de frenarla sin provocar una depresión. Probablemente sea una tarea ardua, ya que una parte de la inflación se debe a la falta de inversión estructural en productos básicos y vivienda. Otro enigma y riesgo de cola es que los bancos centrales no podrán subir demasiado los tipos debido a la enorme deuda pública. Si se elevaran a niveles normales, los costes de servicio de la deuda podrían engullir presupuestos enteros en muchos países. Los cimientos del crecimiento económico y la prosperidad son las monedas estables y la baja inflación, pero esto podría ponerse en entredicho en un escenario así. ¿Deben simplemente inflar la deuda, disminuyendo así la prosperidad de todos, o deben obligar a los gobiernos a comportarse de forma más responsable desde el punto de vista fiscal?

Sin embargo, a pesar de estos riesgos de recesión y degradación de la moneda, somos muy optimistas. Creemos que los próximos dos trimestres nos ofrecerán amplias oportunidades de inversión en empresas de alta calidad que cotizan a bajos múltiplos de sus flujos de caja. De estas oportunidades se desprenden las bases para un futuro rendimiento superior del fondo en los próximos años. Creemos firmemente que los seres humanos acaban superando los retos a corto plazo y que las empresas bien gestionadas que cotizan por debajo de su valor intrínseco siguen siendo el mejor sitio para invertir para conservar el poder adquisitivo y hacerlo crecer con el tiempo. Tenemos más de un 100 % estimado de potencial alcista en nuestra cartera y todavía creemos que es posible obtener una rentabilidad anual compuesta parecido al de mediados de la década pasada en este entorno. El camino será muy accidentado, ya que la volatilidad puede seguir siendo elevada y las pérdidas en otras áreas del mercado podrían llevar a la venta indiscriminada, como se vio en el último trimestre. Pero creemos que esto será temporal y nos reconforta nuestra visión a largo plazo de que nuestra investigación y análisis acabarán dando sus frutos. A las empresas sólidas que generan mucho efectivo les pasan cosas buenas. Por tanto, creemos que ahora es un buen momento para aumentar la inversión en el fondo, y de hecho lo estamos haciendo nosotros mismos.

Durante el trimestre añadimos una nueva posición y recibimos acciones en Spur Corporation después de que Grand Parade deshiciera su participación y la distribuyera entre los accionistas. Las acciones de Spur Corporation se vendieron posteriormente durante el trimestre. Hemos recortado posiciones que se benefician de la crisis actual y agregado a las que pensamos que se vendían de forma indiscriminada.

Al cierre del trimestre, nuestra cartera tenía un alza del 134% con respecto a nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba con un PER medio ponderado de 7x, un rendimiento de FCF/VE del 18% y un rendimiento del capital tangible del 32%.

Contribuyentes		Detractores	
Motor Oil Hellas	+58 pb	IHeartMedia	-171 pb
Ringmetall AG	+44 pb	International Game Technology	-79 pb
OCI NV	+30 pb	Boa Vista Serviços	-75 pb
Verallia	+24 pb	RHI Magnesita	-73 pb
DNO	+19 pb	Esprinet	-67 pb

El mayor contribuyente durante el trimestre fue Motor Oil Hellas, empresa propietaria de una refinería compleja en el Mediterráneo Oriental, que presentaremos más

adelante en esta carta. La acción subió un 26%, aportando 58 puntos básicos al fondo. La empresa se beneficia de un repunte en el ciclo de refinado y puede obtener beneficios extraordinarios gracias a su elevada complejidad de refinado y a la flexibilidad de las materias primas, así como a una cartera de energías renovables en expansión.

El segundo mayor contribuyente fue Ringmetall, que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2021. El valor ha aportado 44 puntos básicos tras un primer trimestre récord tanto en ventas como en beneficios operativos. Frente a un aumento significativo de los precios de las materias primas, la empresa consiguió defender sus márgenes. La dirección reiteró las previsiones para todo el año y sigue ejecutando su estrategia.

El tercer contribuyente fue OCI NV, el productor holandés de fertilizantes nitrogenados y metanol, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2019, y que actualizamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2021. OCI ha sumado 30 puntos básicos al fondo tras presentar unos beneficios récord en el primer trimestre y anunciar el pago de un dividendo de 1,45 euros para el segundo semestre de 2021. El segundo trimestre será probablemente el mejor de su historia. Tras el cierre del trimestre anunciaron que el dividendo correspondiente al primer semestre de 2022 será de 3,55 euros por acción. Esperamos que los fundamentos de los fertilizantes nitrogenados seguirán siendo sólidos.

El cuarto mayor contribuyente fue Verallia, fabricante de envases de vidrio, que presentaremos más adelante en esta carta. La acción subió un 10%, aportando 24 puntos básicos al fondo, y pagó un dividendo de 1,05 euros por acción. Verallia opera en un mercado oligopolístico de embotellado de vidrio que proporciona cierto poder de influir en precios, lo que, junto con las coberturas energéticas, permitió obtener unos sólidos resultados operativos en el primer trimestre. Creemos que seguirán funcionando bien a pesar de los altos precios del gas natural.

El quinto mayor contribuyente fue DNO, una empresa noruega de petróleo y gas que cotiza en bolsa, que aportó 14 puntos básicos durante el trimestre. La empresa sigue beneficiándose de los altos precios del petróleo y de una producción de bajo coste. Se prevé este año un año flujo de caja récord, generando casi la mitad de la capitalización bursátil en efectivo. Incluso en condiciones de mercado normalizadas, DNO seguiría siendo una inversión convincente con una valoración muy atractiva.

El mayor detractor fue iHeartMedia, una emisora estadounidense de radio y podcasts. La cotización bajó un 23%, perdiendo 171 puntos básicos para el fondo. Comenzó con un ligero aumento de gastos en el primer trimestre, que, según la dirección, se basó en el incremento de los gastos de marketing para respaldar el aumento de las ventas más

las primas a empleados del año anterior. Las acciones siguieron a la baja durante el trimestre cuando los analistas empezaron a pronosticar una grave recesión en el negocio de la publicidad radiofónica. Creemos que el precio de la acción ya descuenta un futuro muy negativo, por lo que somos titulares optimistas. Global Media & Entertainment, controlada por el barón de la radio británica Ashley Tabor-King, que informó por primera vez de su participación en febrero de 2021 a 12,21 dólares por acción, aumentó aún más su participación hasta el 14,99%, a precios entre 12,46 y 18,79 dólares por acción (frente al precio de cierre del trimestre de 7,89 dólares por acción) tras recibir el permiso de la Federal Trade Commission. En última instancia, una oferta podría materializarse. La dirección también ha comprado acciones en los últimos doce meses, en múltiples operaciones, que oscilan entre 11,95 y 22,45 dólares por acción.

El segundo mayor detractor fue International Game Technology, un operador líder mundial de loterías, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020. La cotización bajó un 23%, perdiendo 79 puntos básicos para el fondo. Aunque los beneficios del primer trimestre estuvieron en línea con las expectativas y se mantuvo lo previsto, sólo podemos pensar que la acción cayó durante el trimestre porque a algunos participantes del mercado no les gusta que esté apalancada 3,5 veces en un entorno de tipos de interés crecientes con potencial de recesión. El modelo de negocio requiere grandes pagos por adelantado para cerrar contratos que duran muchos años, por lo que utilizar algo de deuda tiene sentido para nosotros. La deuda tiene vencimientos largos, intereses fijos y está respaldada por un negocio de lotería muy estable. También recibirán más de 700 millones de dólares en el tercer trimestre por la venta de su negocio de pagos, y el importe restante por su negocio de consumo en Italia, que vendieron el año pasado. A pesar de la fortaleza del dólar, esperamos un buen año, más desapalancamiento, dividendos y un creciente programa de recompra de acciones.

El tercer detractor fue Boa Vista Servicos, el segundo mayor proveedor brasileño de bases de datos de morosidad de crédito al consumo y comercial y de análisis, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2022. La cotización retrocedió las ganancias del primer trimestre sin que los fundamentos de la empresa se deterioraran. Boa Vista aumentó sus ingresos en un 26% interanual, amplió sus márgenes y generó niveles récord de flujo de caja. El principal motor del negocio es la búsqueda de crédito, que se ve menos afectada por una posible recesión que la concesión real de créditos. Además, la economía brasileña, basada en las materias primas, previsiblemente se comportará bien en un entorno inflacionista.

El cuarto detractor fue RHI Magnesita, empresa austriaca-brasileña de materiales refractarios, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2019. Ha perdido 73 puntos básicos durante el trimestre a causa de una caída del 18 %. Los

volúmenes se mantienen, los pedidos siguen siendo saludables y la empresa ha aumentado los precios. La deuda neta fue elevada debido al aumento del gasto en capital circulante, pero debería normalizarse en los próximos trimestres.

El quinto mayor detractor fue Esprinet, un distribuidor italiano de electrónica y tecnología que se presentó en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. Esprinet es el mayor distribuidor de productos informáticos de empresa a empresa y de electrónica de consumo en Italia y España. Tras una fuerte demanda impulsada por Covid, esperamos una normalización, especialmente en el segmento de consumo. La demanda global se mantiene por encima de los niveles anteriores a la crisis, pese a la ralentización de la electrónica de consumo y el descenso de la confianza de los consumidores. El segmento B2B ha tenido un buen comportamiento y es probable que incluso vaya a mejor. Las previsiones siguen apuntando a un aumento de los beneficios año tras año, aunque el mercado parece estar previendo una grave recesión. No vemos ningún signo de deterioro del valor intrínseco y seguimos confiando en mantener una valoración muy atractiva, utilizando como base de análisis los beneficios en efectivo a medio plazo.

Verallia SAS (VRLA FP)

Los elevados precios del gas natural en Europa provocaron una desinversión en acciones de las empresas europeas consumidoras de gas. Esto nos dio la oportunidad de comprar acciones del productor de vidrio Verallia a un precio que consideramos muy atractivo. Nuestra tesis es sencilla: la empresa tiene poder de influir en precios y la demanda seguirá relativamente fuerte, salvo una profunda recesión. A medio plazo, es probable que los precios del gas natural en Europa sean más bajos y que se utilicen combustibles alternativos en la industria.

Verallia es el primer productor europeo y el tercero mundial de botellas y tarros de vidrio. Los líderes mundiales son Owen Illinois y Ardagh Glass Packaging. Un cuarto actor regional europeo, la española Vidrala, completa los principales actores que controlan alrededor del 70% del mercado europeo. Verallia produce y vende 16.000 millones de botellas y tarros al año para cerveza (13% de las ventas), refrescos (12%), licores (11%), vino tranquilo (35%) y espumoso (11%) y botellas y tarros para la industria alimentaria (18%). Su mayor región es el sur y el oeste de Europa (69% de las ventas), con 20 centros de producción de vidrio, 35 hornos y siete instalaciones de reciclado. Le siguen Europa del Norte y del Este (22% de las ventas), con siete centros de producción y 17 hornos, y América Latina (9% de las ventas), con cinco centros de producción y seis hornos.

El sector de las botellas de vidrio tiene unas barreras de entrada relativamente altas, basadas principalmente en los elevados costes de cambio y las economías de escala. Los clientes van desde las empresas de cerveza y bebidas espirituosas, muy concentradas, hasta las de vino, muy fragmentadas, con alimentos y bebidas no alcohólicas en el medio. Por lo general, un productor de vidrio entra en una nueva ubicación para apoyar la producción local de cerveza, vino o licores después de asegurarse un contacto a largo plazo que cubra al menos la mitad de la capacidad de producción. Una vez que se construye una planta, es muy poco probable que los rivales construyan en las cercanías, ya que requieren largos recorridos y una utilización de alta capacidad para ser rentables. La construcción de una planta con ánimo especulativo cerca de una planta existente casi garantiza que ambas plantas sean deficitarias. Las plantas construidas lejos de los clientes tienen dificultades para entrar en el mercado local, ya que el alto coste de enviar las pesadas botellas vacías desde cientos de kilómetros anula casi cualquier beneficio. Además, las botellas de vidrio representan una pequeña fracción del producto final, por lo que los productores tienen pocos incentivos para importar desde más lejos, a menos que el ahorro sea significativo, lo que no es habitual. El mercado, muy concentrado, es disciplinado, y sólo añade nueva capacidad lentamente cuando la demanda es suficiente.

Asimismo, los clientes no pueden cambiar fácilmente a otras alternativas. Sus líneas de embotellado están construidas para determinadas botellas en cuanto a tamaño y forma. La propia botella suele formar parte de la marca. Es poco probable que los consumidores compren bebidas alcohólicas y vino en envases de plástico, de cartón o de latas de aluminio. La cerveza es un poco más fácil para la percepción del cliente, pero aun así casi el 70% de la cerveza europea se pone en botellas de vidrio, ya que los clientes perciben que es de mayor calidad y los gobiernos locales tienen planes de reciclaje de botellas. Según el Capital Markets Day de Verallia, los consumidores finales prefieren el vidrio y quieren utilizarlo más. Ello se debe a la percepción de que el vidrio es totalmente reciclable, sin límite de veces, tiene más posibilidades de ser reciclado y es mejor para evitar la contaminación de los alimentos. La tendencia a la 'premiumización' de los licores y la cerveza ha contribuido al crecimiento a largo plazo de las botellas de vidrio.

Los principales riesgos son la energía y el medio ambiente. La oportunidad de invertir a un precio muy razonable surge de la subida de los precios del gas en Europa, que ya eran elevados, pero que se han visto agravados por la invasión rusa de Ucrania. Las interrupciones del suministro son un riesgo evidente. Lo vemos desde un par de ángulos diferentes. En primer lugar, tienen coberturas para 2022 y parte de 2023, por lo que se ven menos afectados a corto plazo si no se produce un corte de gas. Otros actores sólo tienen una cobertura parcial y tienen que subir los precios de forma

agresiva para cubrir los costes. Así, Verallia puede aumentar los precios a los clientes, pero desde su punto de vista hay un aumento de los márgenes. Esto, por supuesto, es temporal, pero también demuestra el poder de influir en precios de la industria. Hemos hablado con varios clientes y, aunque no están contentos con el aumento de los precios de los insumos, entienden la razón de la inflación de los precios y no tienen alternativa a aceptar las subidas. Podría haber un punto de inflexión, pero hasta ahora no se ha visto. En segundo lugar, la industria se considera importante, por lo que incluso si se raciona el gas, es probable que obtengan una cuota decente. El ministro de economía francés incluso ha dicho que el país debe hacer planes para reducir el uso de la energía caso por caso, para garantizar que las empresas clave, como los fabricantes de vidrio, no sufran daños irreversibles². Incluso antes de este año ya buscaban alternativas y estaban incrementando el uso de energías alternativas, como un proyecto piloto de biogás. Esperamos una aceleración de las fuentes de energía alternativas. Francia, España e Italia (69% de las ventas) dependen menos del gas ruso que otras partes de Europa. Hay gasoductos desde el norte de África y el Reino Unido, además de que Italia está trabajando en terminales de importación de GNL. Aunque las perspectivas a corto plazo de los precios de la energía en Europa son malas y esperamos un mal invierno, vemos un lado positivo en la actual crisis energética. Al igual que con la crisis del petróleo de 1973, es probable que se produzcan impactos generacionales. A largo plazo, Europa tratará de aumentar su seguridad energética, desprendiéndose del gas ruso mediante una combinación de más terminales de importación de GNL, un mayor porcentaje de combustibles alternativos y la generación de energías renovables.

Sobre una base normalizada, las acciones cotizan a un rendimiento de flujo de caja libre cercano al 14%, con una rentabilidad sobre el capital empleado de entre veinte y veinte años, lo que nos parece atractivo.

Motor Oil (Hellas) Corinth Refineries SA (MOH GA)

La percepción del mercado es que Motor Oil es un negocio 'sucio' en una industria moribunda, y las acciones reflejan estas bajas expectativas. Creemos, por contra, que Motor Oil es una refinería regional líder que seguirá siendo relevante durante muchos años. Está experimentando un cambio significativo, ya que reutiliza los fuertes flujos de caja en proyectos de alta rentabilidad a medida que se diversifica hacia las energías renovables. Se ha producido una importante falta de inversión y cierres en la industria del refinado. Con la ayuda de las sanciones occidentales a los productos rusos, se está

² [Bloomberg](#)

produciendo un nuevo ciclo de refinado. Motor Oil se beneficia ahora de la mejora de los márgenes de refinado, al tiempo que gira hacia las energías renovables, completando una importante operación en energía eólica y solar para el crecimiento futuro.

En la actualidad, Motor Oil es la mayor refinería de Grecia y desempeña un papel destacado en el refinado de crudo y la comercialización de productos petrolíferos en la región del Mediterráneo oriental. La familia Vardinoyannis controla la empresa desde su creación en 1970. En la actualidad, sigue siendo propietaria del 46% de la empresa, mientras que el resto cotiza libremente en la bolsa de Atenas. La refinería, con sus plantas auxiliares e instalaciones de distribución de combustible, forma el mayor complejo industrial de propiedad privada de Grecia. Está considerada una de las refinerías más modernas de Europa.

El refinado es la principal actividad operativa del grupo Motor Oil, con una capacidad de procesamiento de 185 mil barriles de crudo al día y una capacidad de almacenamiento de 2,6 millones de metros cúbicos. La refinería puede procesar varios tipos de petróleo crudo. Produce una amplia gama de productos petrolíferos, que se venden principalmente en el extranjero. La flexibilidad en el abastecimiento de materias primas y la amplia gama de productos finales son los principales motores de las configuraciones complejas de refinado. Motor Oil tiene una alta complejidad de refinado de 11,5 en el Índice de Complejidad de Nelson, que se espera que aumente a 12, después de que la nueva unidad de nafta comience a funcionar en el cuarto trimestre de 2022. En comparación, Hellenic Petroleum tiene 9,5, Tupras 9,8 y Neste 10,5.³ La refinería también está equipada con una unidad de cogeneración de energía y vapor con una capacidad de 85 megavatios (MW) y es energéticamente autosuficiente. Utiliza gas natural como combustible, pero tiene flexibilidad para quemar nafta y otros combustibles alternativos. La ubicación estratégica de la instalación portuaria de Corinto, propiedad de la empresa, proporciona una importante ventaja comercial marítima.

Motor Oil tiene una importante presencia en la comercialización de carburantes a través de una amplia red de estaciones de servicio bajo las marcas Avin y Coral (licenciatarias de Shell). Avin Oil es uno de los principales distribuidores de productos petrolíferos en Grecia a través de sus 640 gasolineras de marca. La empresa también opera en sectores industriales y comerciales como aviación, transporte marítimo y productos

³ Datos de empresa, Goldman Sachs Global Investment Research

químicos. Coral, bajo la marca Shell, tiene 800 gasolineras en Grecia, y ha ampliado sus operaciones en Chipre, Serbia, Croacia, Montenegro, Albania y Macedonia del Norte. Avin y Coral juntas representan aproximadamente una cuarta parte del mercado de las gasolineras. A pesar de los bajos márgenes, el segmento de comercialización de combustibles ha sido siempre rentable.

Motor Oil Renewables se fundó en 2008. Desde entonces ha desarrollado y adquirido una cartera de 280 MW de proyectos eólicos y solares en pleno funcionamiento, 84 MW en construcción y 650 MW en diversas fases de concesión de licencias. En mayo de 2022, Motor Oil anunció un acuerdo con Dutch Reggeborgh, el mayor accionista del Grupo Ellaktor, para adquirir una participación del 75% en la cartera de energías renovables de Ellaktor. Tras esta operación, Motor Oil aumentará su cartera de renovables en 493 MW operativos y 1,6 GW de proyectos en desarrollo. El acuerdo convierte a Motor Oil en el número uno en capacidad eólica instalada y en el número dos en capacidad global de energía renovable instalada en Grecia. La adquisición refuerza la transición del Grupo hacia formas de energía más limpias y conducirá a beneficios menos cíclicos y múltiples de valoración más altos.

El Grupo es también el cuarto proveedor independiente de electricidad en Grecia, con una cuota de mercado del 4,5%. Otras actividades son la producción y comercialización de lubricantes y la distribución de gas licuado de petróleo (GLP) para uso doméstico y profesional.

Su alta complejidad del refinado y su ubicación estratégica permiten a la empresa optimizar el abastecimiento de crudo y beneficiarse de los diferenciales con descuento respecto al petróleo Brent. La flexibilidad en el suministro de energía, como el cambio a la nafta y otras alternativas, limita en cierta medida la dependencia de una única fuente de energía, lo que puede ser beneficioso en el entorno actual. Por último, la creciente cartera de renovables añade ingresos contratados de mayor margen y apoya los objetivos de sostenibilidad de la dirección.

Sobre una base normalizada, Motor Oil cotiza a un 20% de rendimiento sobre flujo de caja libre.

Tal como indicamos en nuestra carta anterior, no cobraremos una comisión de gestión hasta que el fondo no alcance mayor tamaño. La comisión de gestión de la clase fundadora de partícipes será solo del 1% de los activos bajo gestión.



Nuestro enfoque es y sigue siendo la cartera, pero necesitamos hacer crecer nuestros activos para alcanzar un nivel sostenible. 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 distribución minorista.

Actualmente, son distribuidoras en España las siguientes entidades financieras: BBVA, Renta 4, Lombard Odier, y Banco Alcalá, así como muchas otras entidades que trabajan a través de las principales plataformas en las que el fondo está disponible a petición: Allfunds Bank e Inversis.

En el Reino Unido, estamos en la plataforma de bajo coste de AJ Bell youinvest.co.uk, y podemos formar parte de una cuenta de valores ISA o de una pensión.

Nuestro fondo también está disponible en swissquote.com, donde un ciudadano de casi cualquier nacionalidad (excepto EE. UU.) puede abrir una cuenta sin que los impuestos locales suizos supongan 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 en IR@palmharbourcapital.com

Nuestro fondo se ofrece como parte de un fondo de pensiones español que consiste en un fondo de fondos con enfoque 'value'. Si está interesado en invertir en un plan de pensiones español, póngase en contacto con nosotros.

Le agradecemos que siga apoyándonos. Seguimos creyendo que es un gran momento para ser un inversor de filosofía 'value', y somos muy optimistas respecto a las perspectivas a medio plazo de la cartera actual.

Atentamente,

Palm Harbour Capital

Esta información proviene de Palm Harbour Capital LLP, que está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority. Este material es solo informativo y no constituye ninguna oferta ni recomendación para comprar o vender ninguna inversión ni contratar ningún servicio de gestión o asesoramiento de inversiones.

En relación con el Reino Unido, esta información solo está dirigida y solo podrá ser distribuida a personas que sean 'profesionales de la inversión' (personas que tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con inversiones), tal como se definen en los artículos 19 y 49 de Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y los artículos 14 y 22 de la Financial Services and Markets Act 2000 (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemption) Order 2001, y / o cualquier otra persona autorizada a recibir este documento en virtud de la Financial Services and Markets Act 2000.

Toda inversión y actividad de inversión o actividad regulada a la que se refiere esta información está disponible solo para esas personas y se realizará solo con esas personas. Las personas que no tengan experiencia profesional no deben basarse en esta información ni actuar en función de ella, a menos que sean personas a las que se aplique cualquiera de los párrafos 2) a) a d) del artículo 49 y a quienes se pueda distribuir legalmente esta información.

Al invertir, su capital está en riesgo y el valor de una inversión y los ingresos derivados de la misma pueden subir o bajar o verse afectados por las variaciones del tipo de cambio, y es posible que no recupere la cantidad invertida. El rendimiento pasado no es necesariamente indicativo del rendimiento futuro, y cuando el rendimiento pasado se cuantifica en bruto, se deberán tener en cuenta los cargos por gestión de inversiones y por transacciones, ya que afectarán sus rendimientos. Las desgravaciones fiscales o umbrales que se hubieran mencionados se basan en circunstancias personales y la legislación vigente, que está sujeta a cambios.

No declaramos que esta información, incluida la información de terceros, sea precisa o completa, y no se debe confiar en ella como tal. Las opiniones expresadas en este documento reflejan la opinión de Palm Harbour Capital LLP y están sujetas a cambios sin previo aviso. Ninguna parte de este documento podrá reproducirse de ninguna manera sin el permiso por escrito de Palm Harbor Capital LLP. Sin embargo, los destinatarios podrán transmitir este documento, pero solo a otros que pertenezcan a esta categoría. Esta información deberá leerse junto con la documentación relevante 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 o carteras presentados son la opción correcta para usted, busque asesoramiento financiero independiente prestado por terceros autorizados.