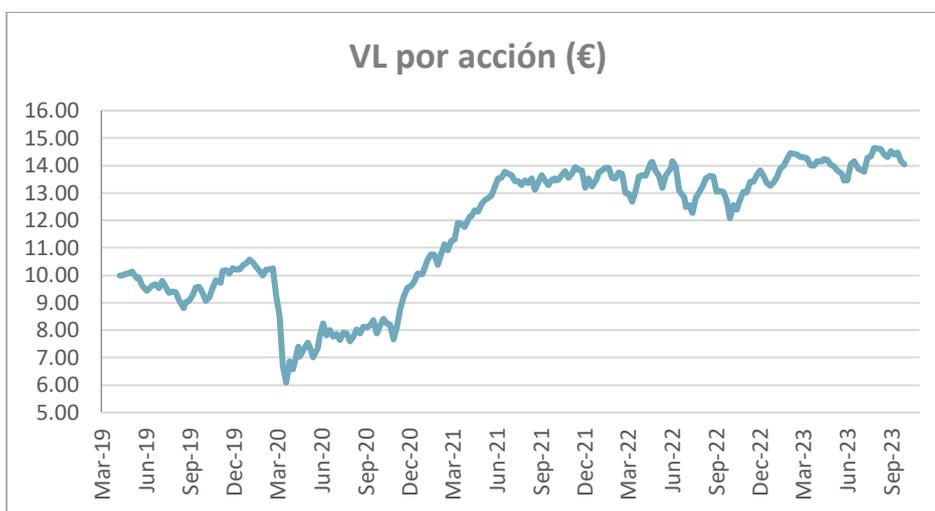




PALM HARBOUR CAPITAL

Estimados inversores y amigos,

Durante el tercer trimestre, el fondo ha ganado un 1,86% bruto de comisiones¹. En nuestro documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) no figura ningún índice de referencia, por lo que no podemos hacer ningún comentario sobre la rentabilidad relativa. Le dejamos a usted la decisión. Sin embargo, observamos que la cifra anterior aparece por debajo de los índices de referencia europeos y por encima de los mundiales. La rentabilidad desde el inicio hasta el final del trimestre fue del 40,5%, es decir, una rentabilidad anual compuesta del 7,9%. Nuestro último valor liquidativo al final del trimestre fue de 14,05 (28/09/2023), un 1,52% superior al valor liquidativo más cercano al final del segundo trimestre, que fue de 13,84 (29/06/2023). Somos muy optimistas con las perspectivas de la cartera y creemos que alcanzaremos nuestra cifra objetivo de rentabilidad compuesta con el tiempo. La composición del fondo no se parece a la de ningún índice y, por tanto, es poco probable que obtengamos un rendimiento similar.



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 sin incluir los gastos del fondo, que actualmente ascienden a unos 15 puntos básicos trimestrales con el volumen de activos actual. Preveamos que esta cifra disminuya significativamente a medida que crezcan los activos bajo gestión. Véase nuestro comentario sobre las comisiones de gestión.

El fondo comenzó el tercer trimestre con un mes de julio muy positivo (+5,8%) y alcanzó un nuevo máximo de 14,64 el 27/7/2023. Desgraciadamente, agosto y sobre todo septiembre no han sido tan favorables, con pérdidas del -0,8% y -3,2% respectivamente. Aunque hubo uno o dos acontecimientos específicos de empresas durante los informes de resultados del segundo trimestre, en general creemos que la gran mayoría de los resultados de agosto y septiembre tuvieron muy poco que ver con los fundamentales de las empresas de nuestra cartera. Por el contrario, hubo muchos acontecimientos positivos y medidas estratégicas adoptadas por nuestras empresas para generar valor.

Después de un pequeño festival de locura por la IA en el segundo trimestre, la narrativa del mercado parece centrarse de nuevo en los rendimientos de los bonos. No sabemos si el aumento se debe a que la inflación se mantiene todavía obstinadamente alta, a que la economía estadounidense sigue siendo "demasiado fuerte", a los temores de recesión mundial, a la guerra o a los ridículos déficits presupuestarios estadounidenses. Probablemente haya algo de verdad en todo ello. Creemos que el rendimiento del 5% de los bonos del Estado a diez años parece razonable. Si el balance de la empresa, el modelo de negocio o el valor que pagó por una inversión no pueden soportar unos tipos del 5%, probablemente se haya cometido un error de inversión. Creemos que es saludable eliminar la mala hierba del mercado y esperar que los bancos centrales tengan la fuerza de voluntad necesaria para luchar contra la inflación y dejar que se produzca una corrección saludable. Del mismo modo, creemos que es bueno recordar a los gobiernos que vigilen el gasto y a las empresas que recuerden que el capital no es gratis.

Nuestra metodología de valoración favorita consiste en calcular el flujo de caja libre a medio plazo a lo largo del ciclo y aplicar a esta estimación un múltiplo razonable basado en las perspectivas de crecimiento de ese flujo de caja libre y en el rendimiento del capital tangible de la empresa. Mientras calculamos el flujo de caja libre a medio plazo, tendemos a comprar empresas que cotizan al menos a un 10% de rendimiento del flujo de caja libre sobre la base de los beneficios a corto plazo. Por lo tanto, creemos que nuestras acciones son atractivas incluso si el flujo de caja está rindiendo un 5%. Compramos empresas con un rendimiento más alto y creciente, con poder de fijación de precios, y que puedan compensar la inflación, a diferencia del efectivo y los bonos. Buscamos empresas con crecimiento y altos rendimientos del capital material, estos dos factores significan que la empresa puede coger sus flujos de caja e invertirlos con rendimientos más altos que el efectivo. Por lo tanto, no creemos que el hecho de que los tipos de interés pasen del 1 al 5% suponga una diferencia material cuando nuestro objetivo es obtener rendimientos mucho más elevados a lo largo del ciclo.

Este no es el caso de las empresas sobrevaloradas que, en nuestra opinión, se dividen en tres categorías generales. La primera son las de alta calidad, pero de crecimiento más lento. Si pagan digamos un 1-2% de rendimiento del flujo de caja libre (muy por debajo de los tipos al 5%) y sólo crecen a un dígito bajo, tardan muchos años en alcanzar el valor al que cotiza hoy el efectivo. Con tipos más altos, la expansión de los múltiplos es más difícil, por lo que la empresa tiene que crecer hasta alcanzar un rendimiento más alto, lo que es considerablemente más difícil y, mientras tanto, su rendimiento es inferior al del efectivo. El segundo tipo de acciones, aquellas más caras, suelen ser aquellas con escasos o nulos beneficios a corto plazo con la expectativa de obtener beneficios en un futuro lejano. Estas acciones son aún menos atractivas frente a unos tipos de interés más altos, ya que hay que descontar esos beneficios futuros a la fecha de hoy. Cuando se comparan con la alternativa de unos tipos de interés más altos, resultan poco atractivas, sobre todo porque las estimaciones a largo plazo son menos predecibles que las basadas en datos históricos y plazos más cortos. La tercera categoría son las que tienen un precio correcto para sus perspectivas de crecimiento, que también nos parecen poco atractivas.

Dicho esto, nuestra cartera parece estar desacelerándose a pesar de estar compuesta por compañías con sólidos balances y flujos de caja (de hoy y no de años futuros), lo que parece un problema específico de valores de pequeña capitalización. Entendemos que algunos de nuestros valores más sensibles están sujetos al temor de una recesión, pero incluso los valores defensivos que mantenemos parecen estar casi sin ofertas. En contra de la intuición, pensamos que se trata de un gran escenario para la rentabilidad en los próximos años.

Compramos acciones de Avid Technology por primera vez en agosto de 2020 por unos \$7,60 por acción. Como indicamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2020, vimos una empresa infravalorada que dominaba su nicho de software de producción de vídeo y música. La empresa se estaba transformando en un negocio de software como servicio, superando las correcciones contables ("non-cash revenue"), contaba con un nuevo equipo directivo y se estaba beneficiando del auge de los servicios de streaming. La empresa consiguió desapalancarse rápidamente y empezó a devolver capital a los accionistas, al tiempo que seguía desarrollando su gama de productos líderes. Las acciones alcanzaron un máximo de treinta y tantos a mediados de 2021. La empresa sufrió un par de reveses y a principios de este año emitió un profit warning debido a problemas (a corto plazo) en la cadena de suministro de chips para su hardware de producción musical y a una huelga (a corto plazo) de guionistas.

Por alguna razón que nos resulta totalmente incomprensible, decidieron venderse a un fondo de capital riesgo por unos céntimos. No podemos imaginarnos por qué la empresa, en medio de problemas a muy corto plazo, se vendió por sólo 27,05 dólares

por acción. Fue sorprendente ver cómo los vendedores reducían sus objetivos de 45 dólares por acción para igualar la oferta de 27 dólares. Habíamos pensado que las acciones podrían haber alcanzado fácilmente los \$45 en un par de años y tal vez valieran hasta \$75 en nuestra previsión a cinco años. Esperamos varias semanas a que llegara una contraoferta, aunque lo veíamos difícil, ya que el mayor accionista, que formaba parte del consejo de administración, había aceptado irrevocablemente la operación. Desgraciadamente, vendimos nuestras acciones y seguimos adelante. Aunque contentos con nuestra rentabilidad (e incluso conseguimos negociarla bien), nos quedamos atónitos de que una de nuestras compounders favoritas se vendiera por un precio tan ridículo en esas circunstancias.

En el tercer trimestre se produjeron dos spin-off, con nuestra mayor posición, Telekom Austria, que escindió sus activos de torres de telefonía móvil en una empresa que cotiza por separado en la bolsa de Viena. Creemos que esto generará un gran valor para ambas partes. Nos interesa sobre todo el negocio de telecomunicaciones restante, que tendrá muy poca deuda y estará en condiciones de desplegar capital de forma que aumente o de devolver capital a los accionistas. La empresa de torres, EuroTeleSites, aunque algo limitada por su apalancamiento financiero, debería poder desapalancarse y participar en la consolidación europea de torres. La segunda situación de escisión fue la de Companhia Brasileira de Distribuição (PCAR3 BS), que controla los supermercados del Grupo Pão de Açúcar en Brasil y una participación en CNOVA en Francia. Esta empresa escindió su participación en Éxito, una de las mayores cadenas colombianas de supermercados, y una participación mayoritaria en el mayor propietario y operador de centros comerciales de Colombia, así como supermercados en Uruguay y Argentina. Creemos que estos negocios no tenían sinergias y que tienen más potencial como empresas independientes. Observamos que la escisión se produce en el contexto de la reestructuración de su principal propietario, el grupo Casino de Francia, que tratará de maximizar rápidamente el valor de estos activos. Creemos que, una vez eliminado este lastre, ambos valores se revalorizarán sustancialmente.

Vendimos nuestra posición en Stora Enso. Aunque creemos que es probable que los mercados de la celulosa estén cerca de tocar fondo, nos preocupa que la oferta adicional en el mercado y la debilidad de la macroeconomía china mantengan los precios a raya durante los próximos dos años. Si bien la mayor parte de la culpa la tiene la reducción de existencias, también pensamos que la reorganización de su cartera en los últimos años les había dejado en negocios menos cíclicos. Sin embargo, no parece que haya sido necesariamente así. Además, nos preocupa que los terrenos forestales estén valorados a un nivel bastante alto, dada la subida de los tipos de interés. Dicho todo esto, el principal motor era que teníamos ideas más atractivas para su capital. Seguiremos de cerca la evolución de la empresa, ya que creemos que está infravalorada y que el sector está cerca de un mínimo cíclico.

A cierre de trimestre, nuestra cartera presentaba una revalorización superior al 114% de nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba a un PER medio ponderado de 7,5x, un FCF/EV yield del 18% y un rendimiento del capital tangible del 33%.

...

Contribuidores		Detractores	
Telekom Austria	113 bps	LNA Sante	-52 bps
Danieli Savers	53 bps	OVS	-36 bps
OCI NV	52 bps	Esprinet	-32 bps
C. Uyemura	40 bps	EuroTeleSites	-32 bps
Verallia	38 bps	Dalata Hotel Group	-28 bps

La principal contribución del trimestre fue Telekom Austria (+17,9% +113 pb), el grupo de telecomunicaciones austriaco y de Europa del Este, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2023. Observamos que el rendimiento es excesivo, ya que uno de nuestros mayores detractores fue EuroTeleSites, que se escindió de TKA durante el trimestre al precio bastante arbitrario de 4,95 euros (ajustado a una división 1 por 4 por valor de 1,2375 euros por acción de TKA). Podría haber sido fácilmente una cifra inferior, y el balance se habría modificado. En cualquier caso, ha sido nuestra principal contribución. La escisión transfirió mil millones de euros de deuda financiera a la empresa de torres, dejando a Telekom Austria con menos de la mitad de apalancamiento financiero, y uno de los niveles de deuda neta más bajos del espacio europeo de las telecomunicaciones. Dada su fuerte generación de flujo de caja libre, creemos que esto deja un amplio margen para un gran aumento del dividendo, fusiones y adquisiciones, un dividendo especial o alguna combinación de estas opciones. Vemos un importante recorrido al alza en los próximos años.

El segundo mayor contribuyente fue Danieli SpA (+17,4% +53 pb), el fabricante italiano de plantas siderúrgicas y productor de acero, que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2020. La empresa anunció unos beneficios anuales superiores en un 18% a los del año pasado, impulsados especialmente por un aumento del EBITDA del 52% en la división de fabricación de plantas. También informó de una cartera de pedidos récord de 6.200 millones de euros, ya que la demanda de sus tecnologías de acero verde sigue aumentando. En particular, se echó en falta una oferta para convertir las acciones preferentes en acciones ordinarias, lo que nos pareció poco acertado. Una estructura de capital más limpia y una mayor liquidez ayudarían enormemente a las acciones. Aunque la empresa aumentó el dividendo de 0,30 a 0,33 euros para las acciones preferentes, sigue siendo un ratio de reparto muy bajo, con sólo 23,7 millones

de euros pagados sobre 243,6 millones de euros de beneficios netos. Si lo consideramos en el contexto de su posición de tesorería neta de 1.800 millones de euros (frente a una capitalización bursátil de 1.700 millones de euros al final del trimestre), lo consideramos bastante irrisorio. Aunque apreciamos la empresa, el gobierno corporativo es poco eficiente y el desdén del accionista mayoritario hacia las minorías es preocupante. Tenemos previsto seguir dialogando con el consejo e intentaremos convencerles de que actúen.

El tercer contribuyente significativo fue OCI (+19,2% +52 pb), el productor holandés de fertilizantes nitrogenados y metanol, presentado en nuestra carta del segundo trimestre de 2019 y actualizado en nuestra carta del cuarto trimestre de 2021. Tras un 2022 espectacular, el mercado del amoníaco y la urea se suavizó bruscamente en el primer semestre de 2023. El descenso de la demanda cogió al mercado por sorpresa, dadas las sólidas perspectivas de los agricultores. Además, la bajada de los precios del gas provocó pérdidas de cobertura para OCI y redujo la curva global de costes, perjudicando los márgenes. Ello se debe a que el descenso de los costes de los insumos ha devuelto parte de la capacidad al mercado, principalmente en Europa, y a el aumento de la oferta (de alto coste) en la India ha ejercido una mayor presión sobre los precios. En los últimos trimestres habíamos reducido sustancialmente nuestra exposición y estábamos dispuestos a aumentar nuestra posición durante el declive. En el tercer trimestre, los precios se han estabilizado y esperamos que repunten el año que viene. Seguimos siendo estructuralmente positivos en los mercados de amoníaco, urea, DEF y metanol y creemos que los activos de OCI están muy infravalorados. Creemos que la oportunidad en el sector del transporte marítimo en particular podría cambiar las reglas del juego de la industria.

El cuarto mayor contribuyente fue C Uyemura (+14,7% +40 pb), el proveedor japonés de productos químicos para la industria de circuitos impresos, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2021. En agosto, la empresa comunicó sus cifras del primer trimestre del ejercicio 2024, con un descenso de las ventas del 13%, debido principalmente a los ajustes de inventario provocados por la reducción de las inversiones en centros de datos. La esperada ralentización del mercado de circuitos impresos empezó a hacerse evidente y, de hecho, la empresa ya había anunciado unas previsiones para todo el año que auguraban un difícil ejercicio fiscal 2024, con unas ventas estimadas en un 23% menos. Sin embargo, por razones que desconocemos, posiblemente relacionadas con la debilidad del yen, las subvenciones a los fabricantes de chips y la fiebre por la inteligencia artificial, las acciones alcanzaron un máximo histórico. Redujimos nuestra posición para cristalizar algunos beneficios.

El quinto contribuyente fue Verallia (+8,2%, +38 pb), fabricante francés líder de envases de vidrio, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2022. La empresa

registró beneficios récord en el segundo trimestre, con un aumento de las ventas del 22,7% que permitió un margen EBITDA estelar del 32,2%, 490 puntos básicos más que el año pasado. El aumento se debió principalmente al incremento de los precios y se vio parcialmente compensado por la reducción de los volúmenes. La dirección ha vuelto a elevar las previsiones de EBITDA de 'más de 1.000 millones de euros' a 1.100-1.250 millones, al tiempo que mantiene el objetivo de crecimiento de las ventas por encima del 20%. Somos cada vez más cautos ante una posible caída de los volúmenes y nos preocupa la posibilidad de renegociación de precios para el año que viene, sobre todo porque algunos costes de los insumos han bajado. También se han anunciado ampliaciones de capacidad que, dados los menores volúmenes, son motivo de preocupación. Durante el trimestre redujimos nuestra posición.

El principal detractor fue LNA Sante (-12,6% -52 pb), el operador francés de residencias de ancianos y centros sanitarios, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2022. Los ingresos procedentes de residencias de ancianos y otras actividades sanitarias aumentaron, registrando un crecimiento orgánico combinado del 6,9% en el primer semestre de 2023. La tasa de ocupación se ha recuperado totalmente hasta los niveles anteriores a la pandemia y se sitúa actualmente en el 94% en Francia, muy por encima de los dos países más próximos, y en el 90% en Bélgica. La dirección espera que el crecimiento se acelere en los próximos trimestres y que la renegociación de las tarifas alivie gradualmente la presión sobre los márgenes. El apalancamiento parece elevado, pero el negocio operativo tiene un apalancamiento de 1,9x (4,3x incluyendo alquileres), lo que no debe considerarse excesivo, ya que el resto de la deuda está vinculada a activos inmobiliarios que se están renovando y cuya venta está prevista. Cabe recordar que LNA adquiere, remodela y posteriormente vende sus residencias a inversores, una estrategia que difiere de la de otros gestores de residencias franceses. Creemos que la presión sobre las acciones podría estar relacionada con los problemas de sus homólogas cotizadas, especialmente la atención prestada a Clariane (anteriormente conocida como Korian), que muchos creen que podría tener que seguir a Orpea por la senda de la reestructuración. La dirección de LNA reiteró un objetivo de crecimiento orgánico del 6% y un objetivo de ventas de 720 millones de euros para 2023. Seguimos creyendo que LNA se enfrenta a retos más coyunturales que estructurales, por lo que ofrece un importante potencial alcista.

El segundo mayor detractor fue OVS SpA (-23,5%, -36 pb), el minorista de moda italiano, que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2021. OVS registró un descenso de las ventas del 2%, debido principalmente a un mes de mayo difícil, que es el más importante del segundo trimestre, debido a un tiempo inusualmente lluvioso. Las menores ventas y la inflación ejercieron cierta presión sobre los márgenes EBITDA ajustados, que disminuyeron al 14,8% desde el 15,3% del segundo trimestre de 2022. Por otra parte, OVS registró un comportamiento positivo en todas las marcas en

comparación con 2022, junto con nuevas ganancias de cuota de mercado, con un comportamiento especialmente bueno de la ropa de mujer (las ventas aumentaron un 40% respecto al primer semestre de 2022). Según la dirección, se espera que esta tendencia de las ventas continúe en el segundo semestre de 2023. La dirección anunció un programa de recompra adicional de 20 millones de euros, que debería ser muy positivo, ya que creemos que las acciones de OVS cotizan a un precio de ganga. Entendemos las preocupaciones del mercado sobre el gasto discrecional en un negocio apalancado operativamente, sin embargo, OVS sigue teniendo un buen desempeño.

El tercer detractor relevante fue Esprinet (-12,9% -32 pb), el distribuidor italiano de electrónica, presentado en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. La estrategia de Esprinet de reducir los negocios no rentables chocó con una ralentización del mercado italiano y español de las TIC. Según la dirección, la confianza de las empresas y los consumidores se debilitó con las empresas, la base de clientes presumiblemente más resistente, adoptando un enfoque mucho más cauteloso con respecto al gasto en tecnología. El margen de beneficio bruto mejoró (del 5,27% en el primer semestre de 2022 al 5,53%) hasta un máximo de siete años, lo que demuestra la ejecución de la dirección, mientras que la gestión de inventarios (los días de inventario bajaron de 57 en el segundo trimestre de 2023 a 54) liberó efectivo y su plan de reducción del capital circulante empezó a dar frutos. Después de varios años de fortaleza, nos parece bien una desaceleración macroeconómica y, del mismo modo que vendimos por la fortaleza, compramos por la debilidad, dado que cotiza muy por debajo del valor de liquidación y con un rendimiento del flujo de caja libre normalizado superior al 20%. Cabe señalar que la dirección y el presidente han estado comprando tras los resultados del segundo trimestre.

El cuarto mayor detractor fue EuroTeleSites (-24,7%, -32 pb), el operador austriaco de torres de telecomunicaciones que recientemente se escindió de Telekom Austria y del que hablamos en nuestra carta del primer trimestre de 2023. EuroTeleSites retrocedió desde el precio de escisión fijado arbitrariamente, lo que podríamos atribuir o bien a que la tesis de largo plazo no resulta convincente a corto plazo, o bien a la dinámica clásica de escisión, en la que los grandes inversores y los seguidores de índices se deshacen de la parte más pequeña de la escisión. En cuanto a lo primero, es cierto que Telekom Austria transfirió una deuda financiera significativa y la empresa está apalancada en una proporción bastante sustancial de 7 veces la deuda neta sobre EBITDA, sin dividendo durante cuatro años y con pocas posibilidades de fusiones y adquisiciones dada la necesidad de desapalancarse. Sus planes de crecimiento también limitan el flujo de caja libre para estas actividades. En cuanto a esto último, es probable que esta presión vendedora termine y acabe encontrándose una nueva base de accionistas. En cualquier caso, las torres de telecomunicaciones son activos de

infraestructuras muy apreciados. EuroTeleSites cotiza a 7,5x EBITDAaL, mientras que su homóloga Cellnex lo hace a 17x. Cellnex vendió una participación minoritaria en un activo similar con un bajo coeficiente de arrendamiento y operaciones de torres de bajo crecimiento en Dinamarca y Suecia por 24x EV/EBITDaL. Todas las transacciones europeas que hemos encontrado están valoradas a múltiplos muy superiores a lo que implica su precio actual. Creemos que se negocia con un rendimiento normalizado del FCF del 13-14%, aunque dados sus planes de crecimiento del gasto de capital, es probable que esto no se vea en su totalidad hasta 2028.

La quinta detractora significativa fue Dalata Hotel Group (-13,3% -28 pb), el operador hotelero irlandés. La compañía informó de una demanda sostenida por parte de los clientes nacionales y un fuerte retorno de los viajeros internacionales, con el aeropuerto de Dublín registrando un número de pasajeros a la par con los niveles de 2019. Las ventas aumentaron un 29% frente al primer semestre de 2022, de las cuales el 38% se atribuye a los siete nuevos hoteles añadidos a la cartera. Su EBITDA ajustado aumentó un 24% (de 83,5 a 103,4 millones de euros), con un margen 100 puntos básicos superior a los niveles anteriores a la crisis (del 40,4% en el primer semestre de 2019 al 41,4%) en términos comparables. La dirección sigue siendo optimista de cara a 2023, con un aumento del RevPAR en términos comparables del 5% frente a 2022, y están muy centrados en la ejecución de su pipeline de 1.141 nuevas habitaciones. La dirección también anunció una política de dividendos progresiva basada en los beneficios después de impuestos. Sin embargo, el precio de la acción ha bajado un 14% desde el comienzo del trimestre, posiblemente por la preocupación de que los consumidores reduzcan su demanda de viajes. Las acciones cotizan muy por debajo del valor de sus bienes inmuebles, por no hablar de un gran descuento respecto a sus flujos de caja.

Ocean Wilsons (OCN LN)

Ocean Wilsons Holdings Limited es una sociedad de inversiones con sede en Bermudas que cuenta con dos filiales principales, Ocean Wilsons Investments Limited (OWIL) y Wilson Sons Limited. El grupo es propietario al 100% de OWIL, que posee una colección de fondos de inversión, y posee el 56,58% de Wilson, Sons (PORT3 BS), uno de los mayores proveedores de servicios marítimos de Brasil. Ocean Wilson cotiza con un descuento considerable respecto a la suma de sus partes, lo que no es inusual para un holding. Sin embargo, creemos que el anuncio de una revisión estratégica de su participación mayoritaria en Wilson, Sons ("WSON"), que cotiza en bolsa en Brasil, puede desbloquear el descuento y dar lugar a una subida considerable. Además, creemos que los fundamentales subyacentes de WSON están mejorando. Vemos un potencial de revalorización superior al 100% en un escenario de liquidación. Dada la estructura

accionarial y los recientes acontecimientos, creemos que la probabilidad de liquidación ha aumentado.

OWIL incluye un conjunto diversificado de fondos. La asignación de inversiones parece razonable, pero no apasionante. La rentabilidad bruta anualizada de la cartera a cinco años es del 4,9%, lo que se traduce en un 3,7% tras las comisiones de gestión y rendimiento. Está claro que no les ha ido muy bien en los últimos años. Nuestro único comentario es que la mayor parte es relativamente líquida y probablemente un poco menos volátil que el mercado. Se nos ocurren muchos usos mejores para este dinero. Al final del segundo trimestre, la cartera estaba valorada en unos 300 millones de dólares.

WSON es uno de los mayores proveedores de servicios marítimos de Brasil, con actividades que incluyen remolque, terminales de contenedores, servicios de apoyo de petróleo y gas en alta mar, construcción de pequeñas embarcaciones, logística y agencia naviera. WSON es el principal operador de remolcadores en el consolidado mercado oligopolístico brasileño. Además, opera las terminales de contenedores de Rio Grande y Salvador, las únicas dedicadas a contenedores en sus respectivas regiones. WSON también explota el centro logístico de Santo André, dos astilleros líderes de importancia estratégica situados en Santos, el mayor puerto de Brasil, y varias bases de apoyo en alta mar. Por último, la empresa posee una participación del 50% en una compañía de buques de apoyo en alta mar que, a pesar de las dificultades recientes, está experimentando una mejora significativa de la utilización y un aumento de las tarifas diarias.

Nuestra valoración base se fundamenta en la cifra de la cartera de inversiones de OCN comunicada a 30 de junio de 2023 más el valor de mercado de la participación en WSON, que nos parece razonable basándonos tanto en nuestras previsiones de flujos de caja como en los múltiplos de pares. Basándonos en el último valor comunicado, la cartera de inversiones tiene un valor aproximado de 300 millones de dólares (6,9 libras por acción), sobre el que aplicamos un recorte del 25% para ajustar la iliquidez y una posible fluctuación del mercado. Además, el mercado valora la participación de WSON en 723 millones de dólares, a 13,9 BRL por acción (16,6 de libras esterlinas por acción). Por lo tanto, Ocean Wilson parece negociarse con un descuento del 56% sobre el valor actual neto (NAV) en un valor de suma de las partes de 21,9 libras esterlinas por acción. A este nivel de precios, los inversores adquieren un negocio líder y bien gestionado de remolque e instalaciones portuarias en Brasil y una cartera bien diversificada con un descuento superior al 50%. Mientras tanto, OCN ofrece una creciente rentabilidad por dividendo del 6% para compensar a los inversores a la espera de que el mercado reconozca o la dirección desbloquee todo el valor.

Como indicamos en nuestra carta anterior, actualmente no cobramos comisión de gestión hasta que el fondo alcance un tamaño mayor. En ese momento, la comisión de gestión de la clase de los fundadores será sólo del 1% de los activos. No cobramos comisiones de entrada o salida a pesar de que nuestro KIID dice que es posible.

Nuestro objetivo es y seguirá siendo la cartera, pero necesitamos aumentar nuestros activos hasta un nivel sostenible. Por este motivo, no dude en compartir esta carta con cualquier inversor potencial.

Ahora tenemos un acuerdo comercial con Cobas Asset Management para distribuir nuestro fondo en España. Por lo que ya es posible 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 international@cobasam.com

Nuestro fondo puede invertirse 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.

Actualmente son distribuidores en España las siguientes entidades financieras: Renta 4 (es posible que tenga que ponerse en contacto con ellos, aún no se ofrece en la página web), Ironia, Lombard Odier, Banco Alcalá, 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 lo ofrecemos en la plataforma de bajo coste AJ Bell ajbell.co.uk y puede formar parte de una cuenta ISA o de una pensión.

Nuestro fondo también está disponible en SwissQuote swissquote.com, donde 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 fondos de pensiones español orientado al valor. Si está interesado en invertir en un plan de pensiones español, póngase en contacto con nosotros.

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

Reciba un cordial saludo,

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 o recomendación de compra o venta de ninguna inversión ni la suscripción de ningún 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, actividad de inversión o actividad controlada a la que se refiera esta información sólo está disponible para dichas personas y sólo se realizará con ellas. Las personas que carezcan de 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.