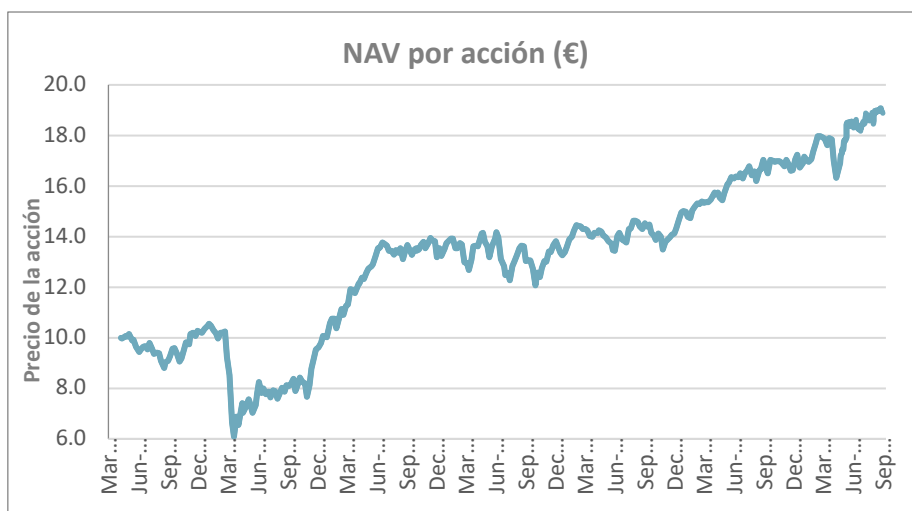




PALM HARBOUR CAPITAL

Estimados compañeros inversores:

Durante el tercer trimestre, el fondo ganó un 1,57 %¹ (30/09/2025). No disponemos de un índice de referencia establecido en nuestro documento de datos fundamentales para el inversor (KIID), por lo que no podemos comentar el rendimiento relativo. Dejamos que sea usted quien decida. Observamos que la cifra anterior parece inferior a los índices de referencia europeos y mundiales. Nuestro último valor liquidativo declarado al final del trimestre fue de 18,76 (30/09/2025), un +1,57 % respecto al valor liquidativo más cercano declarado al final del segundo trimestre, que fue de 18,47 (30/06/2025). Esto sitúa la rentabilidad del valor liquidativo en lo que va de año en un +10,94 % (del 27/12/2024 al 30/09/2025). La rentabilidad del valor liquidativo desde el inicio hasta el final del trimestre fue del 87,6 %, lo que supone una rentabilidad anual compuesta del 10,2 %. Somos muy optimistas sobre las perspectivas de nuestra cartera y creemos que alcanzaremos nuestra aspiración de rentabilidad compuesta con el tiempo. La composición de nuestro fondo no se parece a la de ningún índice, por lo que es poco probable que obtengamos un rendimiento similar.

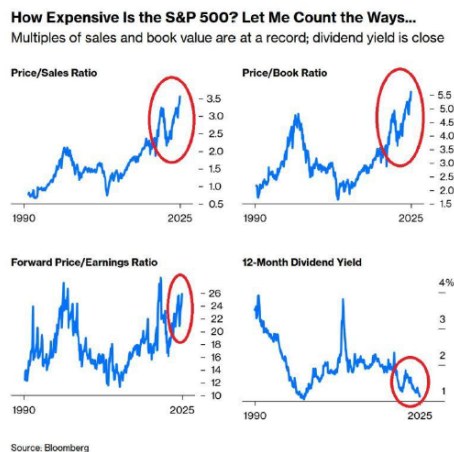


¹ Nuestro valor liquidativo (NAV) fue calculado semanalmente por FundPartner Solutions, una filial de Pictet & Cie, y no se ajustó a los informes mensuales o trimestrales. Nuestro NAV desde finales de abril de 2025 se calcula diariamente, pero las cifras históricas son semanales. La rentabilidad bruta indicada es neta de impuestos y comisiones, pero antes de algunos gastos del fondo, que actualmente ascienden a aproximadamente 12 puntos básicos por trimestre con el AUM actual. Prevemos que esta cifra disminuya a medida que crezca el AUM. Consulte nuestro comentario sobre las comisiones de gestión.

El tercer trimestre fue similar a años anteriores, con un verano mixto pero positivo (nuestro fondo alcanzó su máximo de 19,09 el 22 de agosto), mientras que septiembre y octubre registraron un ligero rendimiento inferior. La atención de los inversores sigue muy centrada en la inteligencia artificial y en un reducido grupo de acciones relacionadas. Esto ha dejado de lado a gran parte del mercado en general, incluidas muchas de las empresas generadoras de efectivo que poseemos. Los temas macroeconómicos tradicionales, como los tipos de interés, la política monetaria e incluso las criptomonedas, han perdido protagonismo, lo que subraya el dominio de la narrativa de la IA.

Una característica inusual del trimestre fue el repunte paralelo de las acciones y el oro, dos clases de activos que históricamente muestran poca correlación. Las explicaciones van desde la preocupación por los déficits fiscales y la desdolarización hasta las presiones inflacionistas y el estancamiento político. En nuestra opinión, el factor más plausible es el exceso de liquidez: los gobiernos, en particular el de Estados Unidos, siguen registrando grandes déficits, mientras que los tipos de interés se mantienen por debajo del crecimiento nominal del PIB. Este contexto mantiene elevados los riesgos inflacionistas y respalda los precios del oro.

En comentarios recientes se ha empezado a plantear si nos encontramos en una burbuja, o al menos en una burbuja de IA. No nos pronunciamos al respecto, pero sí creemos que las valoraciones, especialmente en Estados Unidos y la India, se encuentran en niveles vertiginosos.

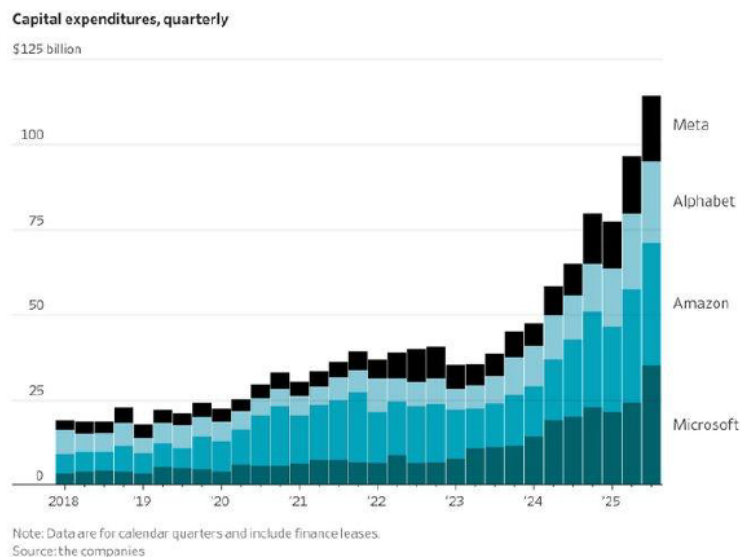


Hay quien sostiene que las valoraciones son menos relevantes hoy en día, o que las comparaciones históricas ya no son válidas. La opinión predominante es que «esta vez es diferente»: las empresas son más fuertes, los balances tienen menos apalancamiento y la rentabilidad es sólida. Si bien estamos de acuerdo en que el

entorno actual difiere de la burbuja tecnológica de finales de la década de 1990, vemos ciertos paralelismos. Más allá de las elevadas valoraciones, la concentración de capital en acciones relacionadas con la inteligencia artificial, principalmente dentro de las «Siete Magníficas», es incluso mayor que la concentración del sector tecnológico en 2000.

Los optimistas sostienen que no se trata de empresas especulativas sin beneficios. Sin embargo, siguen existiendo dudas. OpenAI, por ejemplo, es deficitaria y su modelo de ingresos sigue sin estar probado, a pesar de que firma acuerdos multimillonarios sin fuentes de financiación claras. Nvidia, aunque muy rentable, se ha involucrado en lo que algunos analistas describen como transacciones «circulares» para mantener el crecimiento².

En el centro de esta dinámica se encuentran los cuatro grandes usuarios de centros de datos de IA: Alphabet, Meta, Amazon y Microsoft. Hay dos observaciones que destacan. En primer lugar, aunque estas empresas son muy rentables, más de la mitad de sus flujos de caja dependen de la publicidad. En recesiones anteriores, los anunciantes recortaron primero el gasto en los medios tradicionales, dejando a un lado las plataformas digitales. Hoy en día, sin embargo, el pastel publicitario está casi totalmente en manos de las plataformas digitales. En la próxima recesión, es posible que no estén protegidas; una amplia retirada de la publicidad podría afectar directamente a su capacidad para financiar la inversión en IA.



² [Bloomberg](#)

En segundo lugar, la naturaleza de bajo capital que antes definía a estas empresas está cambiando. Se prevé que las cuatro más grandes gasten aproximadamente 370 000 millones de dólares en inversiones de capital en IA en 2025, lo que supone aproximadamente el 70 % de su flujo de caja combinado de las operaciones de los últimos doce meses, lo que las transformará en empresas más intensivas en capital. La historia sugiere que las industrias que experimentan un rápido desarrollo tecnológico —ferrocarriles, electrificación, infraestructura de Internet— suelen invertir en exceso, lo que conduce a rendimientos deficientes. Aún no se sabe con certeza si el gasto actual resultará excesivo o insuficiente, pero los riesgos son evidentes. Seguimos siendo cautelosos en estos debates, y preferimos observar la evolución de los acontecimientos en lugar de seguir la corriente.

Mientras tanto, abundan las oportunidades en pequeñas y medianas empresas que pasan desapercibidas, con fuertes flujos de caja y valoraciones atractivas. Nuestra cartera está deliberadamente posicionada en este tipo de empresas, especialmente en Asia, América Latina y determinados sectores cíclicos europeos. Estamos convencidos de que estas posiciones ofrecen perspectivas atractivas a largo plazo y una diversificación significativa frente a la exposición a las megacapitalizaciones estadounidenses.

Durante el trimestre, salimos de nuestra posición en Ocean Wilsons, tras la decisión de la familia de fusionar la empresa con su fondo de inversión en lugar de devolver efectivo a los accionistas. También vendimos Syensqo, la escisión de productos químicos especializados de Solvay, y reasignamos el capital a exposiciones cíclicas con mejores perspectivas de flujo de caja. Además, salimos de The Italian Sea Group debido a la ralentización de los nuevos pedidos. En cuanto a las compras, iniciamos posiciones en Cirsia (OPV española), Converge ICT (Filipinas), Indofood (Indonesia) y Vivendi.

El trimestre fue relativamente tranquilo, con pocos acontecimientos importantes en la cartera. Una excepción fue Norma, la empresa alemana de abrazaderas y conectores, que anunció la venta de su negocio de agua por 1.000 millones de dólares, lo que reducirá el riesgo del balance, permitirá un gran rendimiento para los accionistas y dará tiempo a la empresa para reflotar la parte de su negocio dedicada al suministro de automóviles, que se encuentra en dificultades.

Al final del trimestre, nuestra cartera tenía más de un 91 % de revalorización con respecto a nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba a una media ponderada de 9,1 veces el beneficio por acción, un rendimiento del flujo de caja libre sobre el valor empresarial del 16 % y una rentabilidad del capital tangible del 24 %.

Contribuyentes		Detractores	
Esprinet SpA	100 pb	Loma Negra	-73 pb
Brightstar Lottery	92 pb	RHI Magnesita	-39 pb
Atalaya Mining	73 pb	The Italian Sea Group	-38 pb
Danieli & C Savers	58 pb	Compagnie De l'Odét	-35 pb
Caltagirone	55 pb	Ginebra San Miguel	-30 pb

El principal contribuyente durante el trimestre fue Esprinet (+46,3 %, +100 pb), el distribuidor italiano de productos electrónicos, presentado en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. Esprinet registró un crecimiento de las ventas del 4,9 % y una mejora secuencial del margen bruto de 18 pb con respecto al primer trimestre de 2025 y de 25 pb con respecto al segundo trimestre de 2024. Algunos aumentos de costes relacionados con el efecto de arrastre de los aumentos salariales y las campañas de marketing de la marca propia redujeron el margen EBITDA del 4,47 % del año anterior al 4,35 %. La dirección estableció las previsiones durante el pánico del «día de la liberación» y probablemente las rebajó por precaución. Basándonos en los dos primeros trimestres, las previsiones parecen alcanzables, y la dirección se ha mostrado optimista sobre las ventas de julio y agosto, con un crecimiento de un dígito medio en Italia y de dos dígitos en el segmento ibérico, lo que podría indicar una mayor recuperación del mercado. Existe la esperanza de que la retirada de Windows 10 haya reactivado el ciclo de renovación de los ordenadores personales. La dirección se ha mostrado más optimista sobre la segunda mitad del año, y hemos acogido con satisfacción las noticias positivas tras un par de trimestres de lentitud.

El segundo mayor contribuyente fue Brightstar Lottery (+32,8 %, +92 pb), el proveedor italoamericano de loterías, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020 y actualizamos en nuestra carta del primer trimestre de 2024. Durante el trimestre, Brightstar anunció varias adjudicaciones y prórrogas de contratos importantes, tras la licencia de operador de lotería de nueve años en Italia, incluido un contrato de ocho años en Misuri y varias prórrogas de contratos plurianuales de impresión de billetes instantáneos. La venta por 4000 millones de dólares del segmento de juegos y digital a Apollo se cerró durante el trimestre, y la empresa pagó un dividendo especial de 3 dólares por acción. Además, la dirección confirmó las previsiones y puso en marcha un programa acelerado de recompra de acciones por valor de 250 millones de dólares. Creemos que las bajas expectativas de los inversores ya se reflejan en el precio de las acciones, y seguimos viendo una oportunidad atractiva en términos de riesgo-recompensa, respaldada por el crecimiento orgánico, la normalización de los botes, la

expansión en el resto del mundo y una rentabilidad por dividendo de alrededor del 5 % (libre de impuestos).

El tercer factor significativo fue Atalaya Mining (+36,9 % +73 pb), el productor español especializado en cobre. Las ventas aumentaron un 34,6 % interanual, gracias al aumento de los volúmenes de concentrado de cobre vendidos y a la reducción de los costes externos, a pesar de la caída de los precios realizados y de la fortaleza del euro frente al dólar estadounidense. El apalancamiento operativo ayudó al negocio, que registró un aumento del 108 % en el EBITDA. La dirección revisó ligeramente al alza las previsiones de producción y redujo las previsiones de costes en efectivo. Durante el segundo trimestre, continuaron las actividades de remoción de residuos³ en San Dionisio⁴, con un total de un millón de toneladas de material extraído (extracción inicial tras la autorización medioambiental en mayo de 2025). Se espera que la producción se acelere en la segunda mitad del año. Cabe destacar que San Dionisio representa un activo clave para que Atalaya aumente su producción de cobre mediante la obtención de material de mayor ley (0,78 % de ley de cobre frente al 0,37 % de su principal activo de producción), lo que tiene el potencial de generar mayores volúmenes y aumentar los márgenes. Seguimos siendo optimistas sobre las perspectivas a largo plazo del cobre⁵ debido a la restricción de la oferta (inversión histórica insuficiente, complejidades en la concesión de licencias) y al auge de la demanda (transición energética, tecnología, inteligencia artificial) y nos gusta la opcionalidad de Atalaya gracias a la prometedora cartera de proyectos de cobre.

El cuarto mayor contribuyente fue Danieli (+20 % +58 pb), el fabricante italiano de plantas siderúrgicas y productor de acero, presentado en nuestra carta del tercer trimestre de 2020. Plant Making informó en línea con las previsiones iniciales, pero por encima del consenso, con un aumento de las ventas y del EBITDA del 2,7 % y el 21,7 % respectivamente, a pesar de los obstáculos derivados de los gastos extraordinarios relacionados con disputas con clientes y el cierre forzoso de la filial rusa. Steel Making registró una caída del EBITDA del 28,9 %, inferior a las expectativas de la dirección, debido principalmente a los obstáculos relacionados con el elevado coste de la energía en Italia (sobre todo en la segunda mitad de 2024). Las medidas adoptadas por el Gobierno italiano para mejorar los precios de la energía industrial contribuyeron a la rentabilidad durante el año. Esto ayuda a respaldar unas perspectivas más positivas para el próximo año, al igual que el potencial de los aranceles chinos sobre el acero. La cartera de pedidos de Danieli sigue siendo sólida, incluso sin tener en cuenta varios

³ Proceso de eliminación de rocas y tierra estériles para acceder al yacimiento mineral.

⁴ Mina a cielo abierto y subterránea situada al oeste del Cerro Colorado

⁵ [Financial Times](#)

contratos importantes que se han anunciado pero que aún están a la espera de financiación. Entre ellos se incluye un pedido intragrupo de 350 millones de euros de ABS S.p.A., destinado a aumentar la capacidad de producción de acero EAF instalada y reforzar la competitividad general. La Comisión Europea finalmente tiene un plan para proteger a la industria siderúrgica de la UE de la competencia desleal, centrándose en las importaciones chinas que han perjudicado al sector durante bastante tiempo. Si se aplica la propuesta, se espera que la industria siderúrgica de la UE viva días mucho mejores, lo que beneficiará a los dos segmentos de Danieli. Excluyendo la posición de efectivo neto (24 % de la capitalización bursátil), Danieli sigue cotizando con un rendimiento de flujo de caja libre de dos dígitos, lo que consideramos atractivo.

El quinto mayor contribuyente fue Caltagirone (+18,4 %, +55 pb), el holding italiano cuyo principal activo es la empresa cotizada de cemento blanco Cementir, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2021. Cabe recordar que el 56 % del valor liquidativo de Caltagirone está relacionado con Cementir (a precios de mercado al final del trimestre), el productor italiano de cemento, y el 24 % con Generali, la aseguradora italiana. Las cotizaciones de ambos activos subyacentes alcanzaron máximos históricos durante el trimestre, por lo que la cotización de Caltagirone siguió la misma tendencia. A pesar del repunte de varios años, Caltagirone sigue cotizando con un descuento del 50 % respecto al valor de algunas de sus partes y con un descuento aún mayor respecto a nuestro valor estimado.

El principal factor negativo fue Loma Negra (-33,2 %, -73 pb), el mayor productor de cemento argentino. Las ventas netas disminuyeron un 8 % interanual, debido principalmente a un descenso del 9,9 % en el segmento del cemento, a pesar del crecimiento del 11,1 % en el volumen. La baja tasa de inflación dificultó el traspaso de los precios, mientras que las primeras etapas de la recuperación del sector se enfrentaron a las bajas tasas de utilización (una característica desde aproximadamente 2017) de los tres principales actores del mercado, lo que intensificó la resistencia de los clientes a los precios (una inflación más alta es más fácil de traspasar). El EBITDA cayó un 30,6 % en pesos y un 32,6 % en dólares estadounidenses. La dirección prevé una recuperación continua del volumen y una normalización de los precios, reafirmando sus perspectivas de crecimiento de dos dígitos para 2025. Históricamente, la competencia en el mercado cementero argentino ha sido racional, por lo que no dudamos de su capacidad para alcanzar el equilibrio en medio de las presiones inflacionistas, la baja utilización y la ausencia de un mercado hipotecario operativo. En nuestra opinión, existe un importante potencial alcista una vez que el mercado inmobiliario argentino comience a parecerse a uno más normalizado y el gasto público se recupere.

El segundo factor más negativo fue RHI Magnesita (-29,9 %; -39 pb), la empresa austro-brasileña de refractarios, presentada en nuestra carta del segundo trimestre de 2019. La empresa registró una disminución del EBITA ajustado del 26 % debido a la importante caída de la demanda de proyectos industriales, ya que se retrasaron proyectos, especialmente en el sector del vidrio. La demanda de acero se mantuvo baja pero estable, con un crecimiento en la India y América del Norte que contrarrestó el descenso estructural en Europa. RHI se enfrentó a un entorno de precios muy competitivo, con la presión continua de los exportadores chinos y los actores locales que luchaban por la cuota de mercado en la India, Asia Oriental y META en segmentos de menor valor y más comoditizados. Como resultado, el margen bruto se redujo al 20,8 % desde el 24,1 % del primer semestre de 2024. La dirección ha esbozado un plan para impulsar la rentabilidad en el segundo semestre de 2025. Las iniciativas clave incluyen el cumplimiento de los pedidos retrasados, la aplicación de aumentos de precios, la reducción de los gastos generales y administrativos, el cierre de una planta en Alemania y el aprovechamiento de las sinergias de la reciente adquisición de Resco. En nuestra opinión, RHI se enfrenta a un entorno de mercado extremadamente difícil, impulsado por la disminución cíclica de los proyectos industriales, las intensas exportaciones chinas debido a la debilidad de su mercado interno y la incertidumbre causada por las negociaciones arancelarias. Creemos que las nuevas medidas de protección comercial de la Comisión Europea para apoyar su negocio estratégico del acero, así como los aranceles brasileños, contribuirán a la recuperación. Consideramos que RHI es líder mundial en productos refractarios, muy relacionados con la industria siderúrgica, que se encuentra en un mínimo cíclico. En este entorno difícil, RHI sigue generando efectivo, y nos centramos en la generación de efectivo de la empresa a lo largo del ciclo. Si estamos en lo cierto, el potencial alcista es significativo a partir de ahora.

El tercer factor negativo significativo fue The Italian Sea Group (-11,2 %, -38 pb), el fabricante italiano de yates de lujo. El aumento de la incertidumbre y la fase de normalización en curso tras el fuerte crecimiento de los últimos años (posteriores a la COVID) han ralentizado la entrada de pedidos. La cartera de pedidos de The Italian Sea Group se compone de un puñado de pedidos de gran valor, por lo que la entrada de pedidos es, por naturaleza, irregular. El cliente medio de la empresa es de alto poder adquisitivo, y siempre se ha dicho que este grupo es, en general, resistente a los ciclos del mercado. Aunque eso podría ser cierto, disponemos de un historial comercial breve que nos ayude a comprender la situación y a determinar si Italian Sea Group es diferente del resto del mercado, conocido por su ciclicidad y sus altas tasas de quiebra. Al fin y al cabo, se trata de un artículo muy discrecional que podría retrasarse. Dicho esto, no ha habido ningún pedido significativo en más de un año, lo que pone en duda las previsiones de Italian Sea Group para 2025 y la utilización de 2026. Seguimos creyendo que las marcas bien reconocidas de Italian Sea Group acabarán atrayendo

pedidos, pero, mientras tanto, somos más escépticos sobre el apalancamiento operativo y la resistencia de los márgenes de la empresa. Preferimos observar desde fuera por ahora.

El cuarto factor negativo fue Compagnie De l'Odét (-8,6 %, -35 pb), el holding francés de Bolloré SE, presentado en nuestra carta del cuarto trimestre de 2024. El activo más importante de Bolloré en términos de contribución al valor liquidativo (aproximadamente el 47 % del valor liquidativo total al final del trimestre) es Universal Music Group, cuyo precio por acción cayó aproximadamente un 14 % en el tercer trimestre. Los inversores parecen estar preocupados por la posible presión sobre los márgenes que podría ejercer el hecho de que los artistas se aferren a los derechos de propiedad intelectual, concediendo derechos de distribución con márgenes más bajos a las grandes discográficas, y por el nivel de rentabilidad final del negocio del streaming. Aunque el negocio editorial (derechos musicales) se está expandiendo rápidamente, aún no hemos observado una presión significativa sobre los márgenes. El precio de las acciones de UMG también se vio afectado por la posible salida total o parcial de accionistas importantes como Pershing Square, el consorcio Tencent y Bolloré. A principios de año, Pershing redujo su participación para, según se informa, facilitar la transición de UMG a la cotización en EE. UU. y el posicionamiento del fondo. Tencent Music Entertainment, una filial de Tencent, adquirió una participación directa adicional del 2 % a la participación existente del 10 % después de que el consorcio completara la transferencia de las acciones a sus miembros. Además, Cyrille Bolloré dimitió del consejo de administración en julio de 2025, lo que supuso un posible cambio en la naturaleza de la inversión y abrió una serie de posibilidades, como la reducción de la participación o el uso de las acciones de UMG para adquirir Vivendi debido a una posible oferta de adquisición, impuesta por la AMF⁶. Por su parte, Odet salió de su participación en UMG (6 millones de acciones o el 0,33 %) a 27,5 euros por acción, al tiempo que adquirió directamente una participación del 7,4 % en Havas y del 2,6 % en Canal+. En general, ajustada por el número de acciones, Odet cotiza con un descuento del 60-70 % sobre el valor de sus activos subyacentes. Otra forma de verlo es que Odet cotiza cerca de su saldo de caja, por lo que los inversores obtienen la participación en UMG de forma gratuita.

El quinto factor más negativo fue Ginebra San Miguel (-5,8 %, -30 pb), la empresa filipina de ginebra y bebidas espirituosas, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2021. Ginebra registró un crecimiento interanual del 0,5 % y del 6,8 % en volumen y precios, respectivamente. La dirección comentó que el entorno de consumo era algo más débil y que el aumento de la actividad de los juegos de azar en línea había

⁶ Original Equipment Manufacturer

tenido cierto impacto en el volumen de alcohol. A pesar de todo ello, Ginebra registró el margen EBIT más alto desde 2004. El fuerte flujo de caja continuó y el saldo neto de efectivo aumentó a pesar del pago de dividendos. No tenemos motivos para preocuparnos y vemos un mayor potencial alcista. Más de la mitad de los 30 pb de impacto negativo se debieron a la conversión de divisas, más que al rendimiento subyacente del negocio.

Youngone (111770-KRX)

Youngone Corporation es una empresa surcoreana dedicada a la fabricación de ropa por encargo (OEM)⁷ y la venta por cuenta propia que goza de una excelente reputación y mantiene relaciones duraderas con marcas líderes a nivel mundial. Youngone también es propietaria del 97 % de SCOTT Sports, empresa suiza dedicada al diseño y la comercialización de bicicletas de alta gama. Aunque se podría pensar que un fabricante textil es un mal negocio, ya que se ha convertido en un producto básico hace más de un siglo, creemos que Youngone abastece a un nicho de mercado que ofrece márgenes elevados y una alta rentabilidad del capital. Sin embargo, esto ha quedado oculto recientemente por el bajo rendimiento del negocio de las bicicletas, que experimentó un auge durante la COVID y luego se desvaneció, dejando a la empresa con un exceso de existencias. La normalización del mercado mundial de bicicletas, junto con los esfuerzos de la dirección por reflotar el negocio, supone un catalizador positivo para la historia de la empresa. Mientras tanto, el grupo combinado cotiza con un atractivo rendimiento de flujo de caja libre de dos dígitos, con un 27 % de la capitalización bursátil cubierta por su posición de efectivo neto, al tiempo que ofrece una mejora de la rentabilidad para los accionistas con su programa de revalorización anunciado.

OEM (65-70 % de las ventas)

Youngone Corporation es un fabricante mundial de primer nivel de ropa deportiva y de exterior (85 % de las ventas), calzado (2 %) y equipamiento, incluyendo chaquetas, forros polares, ropa aislante y prendas técnicas diseñadas para condiciones climáticas extremas. La empresa opera principalmente como proveedor OEM/ODM⁸ con asociaciones a largo plazo con marcas mundiales de primera línea como Arc'teryx, The North Face, lululemon y Patagonia. Cuenta con instalaciones de producción de última generación en Bangladés (50 % de la producción), Vietnam (30 % de la producción),

⁷ Original Equipment Manufacturer

⁸ Original Design Manufacturer

China, Corea del Sur y El Salvador. Youngone tiene la capacidad necesaria para gestionar pedidos de gran volumen, al tiempo que mantiene la flexibilidad para adaptarse a tiradas más pequeñas y especializadas.

Cuenta con la experiencia necesaria para mejorar la impermeabilidad, la transpirabilidad y la calidez de los tejidos más allá de sus funciones inherentes.

La fabricación OEM requiere una producción altamente eficiente que cumpla con las exigentes especificaciones del cliente. La empresa colabora estrechamente con los clientes durante las fases de diseño, creación de prototipos y desarrollo. Deben cumplir con estrictos requisitos de trabajo y plazos de entrega de los compradores, de una manera rentable. Al trabajar en estrecha colaboración y estar integrados en su cadena de suministro, los clientes se enfrentan a mayores costes de cambio. De hecho, La dirección de Youngone confirmó que las relaciones con North Face y Patagonia tienen más de 20 años de antigüedad. Los compradores suelen reservar con varias temporadas de antelación para asegurarse la capacidad de producción y el personal mejor formado. Un experto calificó el negocio como «un cuasi monopolio» en el sector de las prendas técnicas de alta gama producidas en serie.

El éxito del negocio está vinculado al rendimiento de sus clientes clave y a la capacidad de la empresa para atenderlos de forma impecable. Los tres principales clientes representan entre el 47 % y el 50 % del total de las ventas OEM. Según los planes a medio plazo de los clientes, tanto Arc'teryx como The North Face esperan un crecimiento significativo en el futuro, mientras que lululemon espera crecer en las zonas geográficas actuales y nuevas, a pesar de enfrentarse a retos a corto plazo.

SCOTT (25-30 % de las ventas)

SCOTT Sports SA, fundada en 1958, es una empresa suiza líder mundial en equipamiento para ciclismo, deportes de invierno, running y deportes de motor, con un 89 % de sus ventas en Europa, un 5 % en Estados Unidos y un 5 % en Asia-Pacífico. SCOTT se dedica principalmente al diseño y la comercialización de bicicletas, utilizando Shimano y SRAM en los cuadros fabricados por Giant. SCOTT es una empresa de gama media-alta en el mercado mundial de bicicletas deportivas, reconocida por sus bicicletas de carretera, montaña y eléctricas ligeras y de alto rendimiento, y está considerada como una de las 10 principales empresas del mercado europeo, con 11,7 millones de bicicletas valoradas en 19 300 millones de euros en 2023⁹. SCOTT compite con Trek, Specialized, Giant y Cannondale.

⁹[CONEBI](#)

El negocio de SCOTT experimentó un ciclo clásico de auge y caída durante la COVID. La demanda en la era de la pandemia impulsó un aumento en la producción de bicicletas, lo que creó un exceso de oferta que desbordó los canales de distribución y los minoristas. Cuatro años después, el desequilibrio entre la oferta y la demanda sigue sin resolverse. El exceso de inventario inmovilizó una cantidad significativa de capital en toda la cadena de suministro, desde los fabricantes hasta los distribuidores y minoristas, mientras que la rápida depreciación, dada la brevedad de los ciclos de producción del sector, intensificó la competencia y obligó a aplicar grandes descuentos para liquidar las existencias. Para agravar el problema, los nuevos aranceles sobre las exportaciones a Estados Unidos han redirigido la atención de los fabricantes hacia Europa, donde SCOTT realiza la mayor parte de sus ventas, lo que ha inundado aún más el mercado con el exceso de inventario.

El inventario de SCOTT representó aproximadamente el 17 % de las ventas en 2021 y se disparó hasta casi el 70 % en el segundo trimestre de 2024. La empresa está trabajando para reducir el inventario (que representó el 59 % de las ventas en el segundo trimestre de 2025), lo que ejerció presión sobre la rentabilidad. SCOTT tardará más tiempo en recuperarse y es muy probable que requiera una mejora general del mercado. Mientras tanto, tras una larga disputa con el fundador de Scott, Youngone obtuvo el control total del negocio, lo que podría optimizar la toma de decisiones y la asignación de capital y permitir una recuperación más rápida.

PREOCUPACIONES

Ambos segmentos están vinculados a la salud de los consumidores, que experimentó un fuerte auge durante la COVID. El negocio OEM se ha mantenido resistente, respaldado por la fortaleza y el crecimiento continuo de sus clientes clave, cuyos planes a medio plazo apuntan a una mayor expansión. Por el contrario, el segmento de las bicicletas sufrió una normalización de la demanda tras la pandemia, con un colapso de los volúmenes tras el aumento. Aunque la recuperación llevará tiempo, las perspectivas a medio plazo siguen siendo constructivas, respaldadas por las políticas gubernamentales favorables y el creciente énfasis en la movilidad urbana.

Los aranceles estadounidenses representan una preocupación adicional. El negocio OEM depende en gran medida de las operaciones en Bangladés, que representan aproximadamente el 50 % de la producción de Youngone y actualmente se enfrentan a un arancel del 20 % (frente al 35 % inicial). Del mismo modo, Vietnam, la segunda planta de producción más grande de Youngone, tiene aranceles del 20 %. Para mitigar este impacto, Youngone puede ampliar la producción en sus instalaciones de El Salvador (aranceles del 10 %). Se prevé que las presiones arancelarias afecten a la mayoría de las

empresas OEM y no son exclusivas de Youngone, por lo que ningún país productor de textiles importante parece tener una gran ventaja.

El negocio suizo de bicicletas está sujeto a un arancel elevado del 39 %, aunque el mercado estadounidense solo representa una pequeña parte de las ventas de SCOTT (5 % de ventas directas). Consideramos que estos aranceles son en gran medida una táctica de negociación, pero reducen la visibilidad a corto plazo. Sin embargo, los fabricantes de bicicletas han enviado el exceso de inventario a Europa para evitar los aranceles estadounidenses, lo que ejerce una mayor presión sobre el mercado.

VALORACIÓN

Las acciones de Youngone cotizan a menos de 6,6 veces los beneficios, excluyendo el efectivo neto (27 % de la capitalización bursátil). A pesar del bajo múltiplo y del balance general con gran liquidez, la empresa ofrece solo un rendimiento por dividendo del 2,4 %. Para aumentar el valor para los accionistas, Youngone ha anunciado un plan de revalorización para mejorar la rentabilidad de los accionistas. Esto incluye mantener la rentabilidad sobre los recursos propios por encima del 10 %, mejorar la relación precio/valor contable hasta al menos 0,8 veces en 2027 y 1 vez en 2030 (acercándose al nivel de 0,8 veces de 2020 y al de 0,9 veces de 2021) y aumentar la ratio de reparto de dividendos hasta el 25 % en 2027 (desde aproximadamente el 14 % en los últimos cinco años). La empresa ha recomprado aproximadamente el 2 % en los últimos cinco trimestres.

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

Como se mencionó anteriormente, el fondo pasó a cotizar diariamente a finales de abril de 2025. También hemos lanzado una clase de acciones sin cobertura en libras esterlinas en mayo de 2025. 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 ($c < 1\%$). La comisión de gestión de la clase del fundador es de hasta el 1 % de los activos, pero no tenemos planes actuales de aumentar la comisión de gestión, 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**. Ahora puede abrir una cuenta y realizar órdenes con ellos. Para obtener más información, póngase en contacto con ellos por teléfono o correo electrónico. En el futuro, esperamos que sea posible a través de su sitio 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 trabajan a través de las principales plataformas en las que el fondo está disponible bajo petición: Allfunds Bank e Inversis.

En el Reino Unido, se nos ofrece en la plataforma de bajo coste **AJ Bell** ajbell.co.uk y podemos formar parte de una ISA o pensión. El sitio web de Interactive Broker en el Reino Unido ahora permite una cuenta de negociación y una ISA. También se nos puede encontrar en TransAct y Aegon.

Nuestro fondo también está disponible en **Interactive Brokers** interactivebrokers.com, donde se puede abrir una cuenta en casi cualquier jurisdicción (el fondo no está disponible en EE. UU.). **SwissQuote** swissquote.com también ofrece 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 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 español orientado al valor de las pensiones. Siga este [enlace](#) para obtener más información.



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

Atentamente,

Palm Harbour Capital

Esta información ha sido 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 suscribir ningún servicio de gestión o asesoramiento de inversiones.

En relación con el Reino Unido, esta información solo está dirigida y solo puede distribuirse a personas que sean «profesionales de la inversión» (es decir, personas con experiencia profesional en asuntos relacionados con inversiones) según 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 los artículos 14 y 22 de la Orden de 2001 sobre la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (Promoción de Planes de Inversión Colectiva) (Exención) 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 solo está disponible para dichas personas y solo se llevará a cabo con dichas 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, a las que se les pueda distribuir legalmente esta información.

Con la inversión, su capital está en riesgo y el valor de una inversión y los ingresos que genera pueden subir o bajar, pueden verse afectados por las variaciones del tipo de cambio y es posible que no recupere el importe invertido. Los resultados pasados no son necesariamente una guía para los resultados futuros y, cuando se citan los resultados pasados 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 la 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; sin embargo, los destinatarios pueden transmitir este documento, pero solo 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, solicite asesoramiento financiero independiente proporcionado por terceros regulados.