



PALM HARBOUR CAPITAL

Estimados co-inversores y amigos:

Durante el cuarto trimestre, el fondo ganó un 2,26%, 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 inferior a los índices de referencia europeos y mundiales. Hemos cerrado el trimestre con un rendimiento en lo que va del ejercicio ("year to date") de 36,5% (+37,65% en valor liquidativo). Desde el lanzamiento del fondo y el cierre del trimestre, fue de 39,3%, es decir, 12,9% de rendimiento anual compuesto. Del mismo modo, nuestro último valor liquidativo comunicado al final del trimestre era de 13,75 (30/12/2021 +2,23% respecto al valor liquidativo comunicado más cercano al final del tercer trimestre, de 13,45). 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 último trimestre parece haber sido un punto de inflexión. No lo sabremos hasta más adelante, pero desde luego parece que ha habido un despertar. Los bancos centrales reconocen ahora que sí hay inflación, y que probablemente no sea del todo transitoria. Esto es obvio para toda persona que compra alimentos, combustible, ocio, propiedades o acciones, o paga un alquiler, aunque, al parecer, no lo sea para los banqueros centrales y los economistas. Todavía estamos en la primera fase de corregir los efectos desastrosos de los tipos de interés reales negativos. Será doloroso reasignar el dinero al trabajo, a los ahorradores y a las empresas productivas, y alejarlo de los especuladores, defraudadores y empresas "zombis". Esperamos que haya suficiente fuerza de voluntad política y monetaria para hacerlo.

El segundo hito fue, por supuesto, la variante ómicron, que perjudicó temporalmente al mercado. No somos virólogos, pero hemos sido optimistas en creer que la humanidad superará la pandemia. Todo lo que hemos leído, incluso al inicio del último brote, era que ómicron tendría un impacto sanitario menor que las cepas anteriores, e incluso podría proteger contra variantes más peligrosas, actuales y futuras. La inmunidad de rebaño parece estar más cerca de lo imaginado. Los gobiernos han reaccionado de distintas formas. Algunos suavizan las restricciones, mientras otros se aferran a las políticas represivas.

Estos dos factores han empezado a quitarle algo de aire a la burbuja. Muchos de los valores que volaron alto en 2020 y principios de 2021 se desinflan, sufriendo "mal de altura", y muchos han bajado entre un 50% y un 80% desde sus máximos. La especulación minorista parece estar en retroceso, ya que muchos consideran que los verdaderos ganadores son los CEO y los promotores de acciones y no el inversor novato aficionado al juego. Se ha producido una desinversión generalizada por parte de personas con información privilegiada en los tramos más sobrevalorados del mercado. La amplitud del mercado de valores de crecimiento sobrevalorados es cada vez más estrecha. El rendimiento de los UST a 10 años no llega al dos por ciento, y el bund alemán bordea el cero. Vemos algún parecido al año 2000.²

² [Musk y Bezos lideran la oleada de multimillonarios de EEUU que venden acciones. La SEC propone prevenir las ventas de acciones de los ejecutivos en el momento oportuno. Repuntan las 'ventas de información privilegiada' entre las empresas en manos del emblemático fondo Ark](#)

Creemos que nuestra cartera está bien posicionada en este entorno. Aunque nuestras empresas llevan tiempo sin estar en boga, han logrado fuertes flujos de caja, lo que les da opciones para el futuro. La mejor manera de conservar el patrimonio en un entorno inflacionista, en nuestra opinión, es poseer empresas de alta calidad con poder de fijación de precios, los mejores productores en el mercado de materias primas, y activos reales. La compra de este tipo de empresas, con fuertes flujos de caja y perfiles de reinversión altos comprados con un descuento significativo respecto a su valor intrínseco, acabará produciendo una gran rentabilidad en términos REALES. La economía real, creemos, sigue en forma. Hay excepciones y muchos ciclos en juego que están desconectados entre sí por falta de inversión. Esto es un buen augurio para nuestras compañías "value", y creemos que nuestra cartera se desempeñará muy bien con el tiempo. Tenemos más de un 100% de potencial alcista en nuestra cartera, y es posible obtener una rentabilidad anual compuesta de doble dígito bajo en este entorno. El camino será muy accidentado, ya que aumentarán la volatilidad y las pérdidas en otras áreas del mercado, y podrían llevar a ventas indiscriminadas generalizadas. Pero creemos que esto será temporal. Nos sentimos cómodos con nuestra visión a largo plazo y con nuestra investigación y análisis, y creemos que, en última instancia, nuestra inversión dará sus frutos. A las empresas que producen mucho efectivo les pasan cosas buenas.

Contribuidores		Detractores	
C. Uyemura	+134 pb	Empresa brasileña no desvelada	-148 pb
International Game Technology	+78 pb	Empresa Hong Kong no desvelada.	-101 pb
OVS SpA	+49 pb	OCI NV	-63 pb
Avid Technologies	+44 pb	iHeartMedia	-35 pb
Ringmetall	+40 pb	Euro Cash	-25 pb

El mayor contribuidor durante el trimestre fue C Uyemura, el productor japonés de especialidades químicas, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2021. Uyemura ha sumado 134 puntos básicos al fondo después de terminar el trimestre con una subida del 34,8%. La empresa emitió un comunicado sobre las operaciones del primer semestre (final de marzo), en el que se mejoran significativamente las previsiones para el ejercicio tras un primer semestre magnífico. Tras el primer trimestre, ya pudimos comprobar que sus proyecciones semestrales facilitadas en mayo, ya a mitad del trimestre, no tenían sentido. La proyección implícita preveía una caída del 30% en ventas y margen de explotación durante el segundo trimestre. Después de revisar los resultados y los comentarios de los competidores y los clientes, pensamos que esto era absurdo. Por ello, no nos sorprendió que los resultados del primer

semestre superaran sus previsiones en un 28,5% en ventas y un 60% en beneficios. A continuación, procedieron a mejorar las previsiones para todo el ejercicio en un 18% a nivel de ventas y en un 43% a nivel de beneficio neto. Creemos que también superarán sus previsiones para todo el ejercicio, y aumentarán sus expectativas a tres años (también facilitadas el pasado mes de mayo), ya que la continua y fuerte demanda de productos electrónicos impulsa la demanda de sus productos químicos especializados.

El segundo mayor contribuidor fue International Game Technology, una compañía italoamericana de loterías y máquinas tragaperras que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020 y que aportó 78 puntos básicos al rendimiento del fondo. A principios del trimestre, el principal competidor de IGT, la muy apalancada Scientific Games, llegó a un acuerdo definitivo para vender su negocio de lotería a Brookfield Business Partners por un precio total de 6.100 millones de dólares en efectivo y pagos condicionados al rendimiento. Con un EBITDA de 471 millones de dólares en los últimos doce meses (ciertamente afectado por el COVID, pero excluyendo costes generales no asignados), el negocio de lotería de Scientific Games se vendió a 13,0x. Scientific Games salió del negocio de la lotería para optimizar la cartera y desapalancar su balance de forma agresiva. Creemos que el negocio de lotería de IGT es de mucha más calidad, y desde luego más grande. Si utilizáramos una métrica similar para IGT, *incluyendo todos los costes corporativos pero excluyendo Juego y Apuestas Digitales*, tendríamos alrededor de un 90% de potencial al alza. Estaríamos dispuestos a apostar que los segmentos de Juego y Apuestas Digitales, que están creciendo rápidamente, también valen algo. Parece que la parte vendedora ignora deliberadamente esta operación y se aferra a su valoración de 7-8x EV/EBITDA.

La empresa ha presentado los resultados del tercer trimestre con un aumento en ventas del 21% interanual, un incremento del EBIT del 144% y una reducción del apalancamiento a 3,8x desde las 6,4x al cierre de 2020. El EBITDA ajustado total mejoró un 42%, con un margen que aumentó 618 puntos básicos. Tras la recuperación, la dirección restableció el dividendo de 0,20 dólares por acción.

De cara al Día del Mercado de Capitales, la empresa dio a conocer sus previsiones de crecimiento en ventas en el tramo medio del dígito único, con una mejora del margen de explotación de más de 500 puntos básicos, lo que supondrá un flujo acumulado de caja libre de 2.400 millones de dólares en los próximos cuatro años, situando el apalancamiento en un rango de 2,5-3,5x a lo largo del ciclo. Si tomamos estos 600 millones de dólares y los comparamos con su capitalización bursátil de 5.900 millones de dólares al cierre del ejercicio, equivale a un rendimiento del flujo de caja libre del 10%. Además, anunciaron la primera recompra de acciones de su historia, de 300 millones de dólares (el 10% de la capitalización).

El día de los mercados de capitales proporcionó un plan dinámico de inversiones de 3.000 millones de dólares hasta 2025, que incluyen 1.600 millones de dólares en gastos

de capital y 1.200 millones de dólares en I+D para el desarrollo de contenidos. La dirección también anunció la creación de una entidad jurídica independiente para el negocio de Digital & Betting y la posibilidad de una cotización independiente para apoyar el reconocimiento del valor.

El tercer mayor contribuyente fue OVS, un minorista de moda italiano, que presentamos en nuestra carta anterior. Las acciones aportaron 49 puntos básicos durante el trimestre. La empresa siguió superando significativamente al mercado, aumentando su cuota hasta el 9,3% desde el 9,0% del trimestre anterior. Además, el EBITDA registrado en los nueve meses de 2021 no solo superó el de los nueve meses de 2020, sino también el de 2019. La generación de caja continuó siendo fuerte, con un apalancamiento que alcanzó el objetivo de 2,0x, un trimestre antes de lo estimado, y se redujo significativamente desde su máximo de 5,5x en enero de 2021. Posteriormente, la dirección elevó las previsiones de ventas, EBITDA y generación de caja y ahora espera un flujo de caja libre de 100-110 millones de euros, frente a los 65-80 millones anteriores. Se espera que el apalancamiento para el cierre del ejercicio sea menor, entre 1,4 y 1,6 veces. Por último, en noviembre OVS anunció la adquisición de las 11 tiendas GAP en Italia, reforzando así su relación. El acuerdo se une a la actual colaboración de franquicia, establecida a principios de 2020, con OVS, que ya ofrece Gap Kids en sus tiendas y Gap Adult and Kids en su web de comercio electrónico.

El cuarto mayor contribuyente fue Avid Technologies, la empresa estadounidense de software visual y de audio, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2020. La posición contribuyó con 44 puntos básicos durante el trimestre tras un aumento de los ingresos por suscripciones del 56,4% interanual y una mejora de la tasa de retención. La dirección espera un cuarto trimestre fuerte que dará impulso a 2022. El consejo aprobó una recompra de acciones propias de 115 millones de dólares. Mientras tanto, la guerra del streaming impulsa a los grupos mediáticos a gastar más de 100.000 millones de dólares en nuevos contenidos para atraer o retener a los clientes.³ Esta tendencia nos hace confiar en las perspectivas de AVID.

³ [La guerra del streaming lleva a los grupos de comunicación a gastar más de 100.000 millones de dólares en nuevos contenidos](#)

El quinto mayor contribuyente fue Ringmetall, el fabricante alemán de anillas de sujeción, que se presentó en nuestra carta del tercer trimestre de 2021. La empresa contribuyó con 40 puntos básicos gracias a aumentos del 40,6% y del 116,3% de los ingresos y el EBITDA, respectivamente. Sus precios elevados pero sostenibles y el alto nivel de eficiencia de la producción contribuyeron al desarrollo de los ingresos. El aumento de los precios de las materias primas se repercutió rápidamente, reforzando aún más los resultados. Las perspectivas siguen siendo favorables.

El mayor detractor fue una empresa brasileña no revelada, y el segundo mayor fue una posición no revelada en Hong Kong. Participamos activamente en ambas posiciones y e informaremos sobre ello cuando lo consideremos oportuno.

El tercer detractor fue OCI NV, que perdió 63 puntos básicos. La primera vez que escribimos sobre OCI fue en nuestra carta del segundo trimestre de 2019. Más adelante, se informará sobre la posición de la empresa. La empresa registró un tercer trimestre magnífico: sacó a bolsa con éxito su negocio de fertilizantes en Oriente Medio y vendió una participación minoritaria en su negocio de metanol, lo que pone de manifiesto su valor. Los precios de los fertilizantes nitrogenados y del metanol mantuvieron niveles muy elevados, apoyados por la fuerte demanda mundial. Creemos que la solidez de los ingresos de los agricultores y los precios de las materias primas agrícolas sostendrán los precios de los fertilizantes durante las próximas temporadas de siembra y más allá de 2022.

El cuarto detractor fue iHeartMedia, una emisora estadounidense de radio y podcasts. La empresa registró un aumento de ingresos del 25% con respecto al año anterior, superando las previsiones anteriores del 20%. Los ingresos de podcast lograron un aumento interanual de 22,6 a 64,2 millones de dólares (+183,7%). El EBITDA ajustado alcanzó los 230 millones de dólares, con un aumento del 42% respecto al año anterior, y los márgenes aumentaron en 400 puntos básicos. La dirección anunció proyecciones positivas para el cierre del ejercicio, con expectativas de igualar los resultados de 2019. Posteriormente, el CEO y el director financiero compraron acciones. Por último, la FTC autorizó a Global Media & Entertainment Investments, el mayor propietario de medios radiofónicos de Europa, a aumentar su participación en la empresa hasta el 14,99% desde el 8,7%.

Al cierre del trimestre, nuestra cartera tenía un "upside" del 107% con respecto al valor liquidativo, una media ponderada de PER de 11x, rendimiento FCF / EV de 15% y un rendimiento del capital tangible del 28%.

OCI NV (OCI NA)

Presentamos OCI NV en nuestra primera carta, la del segundo trimestre de 2019. Creemos que todo lo que escribimos en su momento sigue siendo aplicable. Pues bien, dos años y medio después, las acciones sólo han subido ligeramente, perjudicando la rentabilidad global del fondo (y habiendo cotizado hasta un 50% menos durante gran parte de 2020). Sin embargo, sigue siendo una de las mayores posiciones de nuestro fondo. Repasemos algunos de los puntos importantes.

- La demanda de metanol y amoníaco, ambos utilizados en los procesos industriales, comenzó a debilitarse a finales de 2019, -por supuesto, exacerbado por Covid-19 en 2020, que condujo a un desplome de los precios, no ayudado por el colapso del precio del gas natural como principal materia prima-. A pesar de ello y de las importantes remodelaciones de las plantas, el EBITDA del negocio del metanol fue un 40% mayor en 2020 que en 2019. Esto se debió a un mercado disciplinado, que eliminó la capacidad y dejó fuera a los actores de alto coste. La demanda industrial se recuperó rápidamente. El gas natural y el petróleo también se recuperaron e incluso superaron con creces los niveles anteriores al COVID. Esto ha llevado a que el EBITDA de 2021 *en solo los tres primeros trimestres* sea superior en más de un 100% a todo el año 2020, ya que los precios mejoraron de forma espectacular.
- La demanda de urea y otros fertilizantes a base de nitrógeno se vio poco afectada por el COVID. Sin embargo, los precios del gas natural y del carbón fluctuaron con precios más bajos a principios de 2020, lo que llevó a los precios a mínimos de varios años. Más importante aún para OCI, una avalancha de GNL barato en Europa, durante un período muy breve, dio la vuelta a las curvas de costes globales, ya que sus contratos de precio fijo en el Norte de África y Oriente Medio se vieron perjudicados temporalmente. Por supuesto, esto se revirtió rápidamente, y ahora los precios se han disparado en todo el mundo, pero especialmente en Asia y Europa. El aumento de los precios del gas ha impulsado los precios de los fertilizantes nitrogenados de forma espectacular (pensemos en 226 dólares/tonelada en el segundo trimestre de 2020 hasta llegar a los 1000 dólares en el cuarto trimestre de 2021). El EBITDA de los fertilizantes nitrogenados es un 60% superior *solo en los tres primeros trimestres* de 2021 frente a 2020. China y Rusia han establecido cuotas de exportación para algunos fertilizantes con el fin de proteger a los agricultores locales. Los precios del carbón en China también se han disparado, ya que no solo las cuestiones medioambientales, sino también su relación política con Australia y la escasez de Indonesia afectan a los precios del

carbón, dejando fuera de juego a sus productores de carbón para urea en los mercados mundiales.

- La COVID no solo ha afectado a los mercados energéticos de forma inusitada, sino que también ha retrasado los proyectos, por lo que la capacidad adicional es limitada, y los costes de transporte también han hecho que el suministro local sea más caro.
- Otro factor que impulsa el mercado es el precio del maíz (y otros productos agrícolas que requieren nitrógeno). El maíz puso fin a su mercado bajista de una década y ha subido más del 100% desde los mínimos de 2020. Esto se debe a la disminución de las plantaciones en EE.UU., a la sequía en Brasil, a los bajos inventarios a nivel mundial, a la fuerte demanda china porque la peste porcina africana ha acabado con sus rebaños de cerdos, que ahora necesitan ser reconstruidos, así como a la fuerte demanda de etanol. Todo ello ha engordado los bolsillos de los agricultores y les ha permitido comprar más fertilizantes para buscar mejores rendimientos.
- Otra fuente potencial de crecimiento tanto para el amoníaco (precursor de la urea) como para el metanol es la ecologización del mercado energético. Ambos han sido promocionados como candidatos potenciales para sustituir el fuel en el sector marítimo y actuar como portadores de hidrógeno verde para otros usos energéticos. Se encuentra en las primeras fases de desarrollo, pero podría añadir otra vertiente a la historia de la oferta y la demanda.
- Los últimos cuatro trimestres de precios elevados de los productos y la fuerte producción han generado importantes flujos de caja. La empresa ha realizado varias operaciones (como mencionamos en nuestro artículo original) que están dando lugar a importantes ingresos. Esto, a su vez, está dando lugar a un balance significativamente más fuerte. La empresa tenía una deuda neta superior a 5x respecto al EBITDA a finales de 2019 y principios de 2020, con unos 5.000 millones de dólares de deuda bruta. Ahora es totalmente distinto, ya que el EBITDA se ha disparado y la deuda bruta se ha desplomado. A finales del tercer trimestre, esta métrica era de sólo 1,7x, con una deuda bruta de unos 3.800 millones de dólares. Es probable que sea aún más baja a finales de año, ya que las recientes operaciones aportan una importante liquidez. Este es el caso, sobre todo, cuando miramos al nivel de la compañía holding.

Cuando informamos por primera vez sobre OCI, mencionamos una joint venture que habían formado con ADNOC, combinando sus activos norteafricanos con las plantas de ADNOC en Abu Dhabi. Posteriormente, esta empresa se ha refinanciado, permitiendo un dividendo especial de unos 1200 millones de dólares, de los cuales el 58%, es decir, 675 millones de dólares, se destinan al holding OCI. A continuación, los socios lanzaron a Fertiglobe en la bolsa de Abu Dhabi, lo que supuso un rédito de 461 millones de dólares por la venta del 8% de la participación de OCI. Ahora que OCI

consolida Fertiglobe, el panorama de la deuda neta no cambia, por causa del apalancamiento de Fertiglobe. Sin embargo, si excluimos a Fertiglobe y tomamos la deuda neta consolidada de OCI al final del tercer trimestre y restamos la deuda neta ajustada de Fertiglobe después de la operación de unos 1.100 millones de dólares y luego restamos los ingresos de la OPI, obtenemos menos de 750 dólares de deuda neta en el holding y, manteniendo Fertiglobe por separado, un valor de capital de su participación del 50% de aproximadamente 4.000 millones de dólares (en comparación con la capitalización de mercado de OCI de 5.500 millones de dólares al final del año).

Cuando escribimos por primera vez también mencionamos el interés saudí en el negocio del metanol. Desgraciadamente, este acuerdo nunca llegó a producirse, ya que se rumoreaba con un precio muy atractivo para la totalidad de la empresa. Sin embargo, recientemente OCI vendió una participación del 15% del negocio a ADQ y Alpha Dhabi Holdings por 375 millones de dólares, lo que supone un precio de 2,5 mil millones de dólares por todo el negocio (6,8x EV/EBITDA de los últimos doce meses). Esto supone otros 375 millones de dólares en efectivo a nivel de holding, lo que reduce la deuda neta a menos de 400 millones de dólares.

Dado que tenemos un valor de precio de mercado para Fertiglobe, que parece razonable en función de sus pares, los flujos de caja y el EV por tonelada de capacidad equivalente de amoníaco, la reciente operación en el negocio del metanol, y unos múltiplos razonables de EBITDA y de flujo de caja en los negocios de nitrógeno de EE.UU. y Europa, podemos hacer una suma de las partes. De forma muy conservadora, llegamos a un 60% potencial al alza. Solo hay que tomar los valores de las acciones, con la participación del 50% de Fertiglobe en 4.000 millones de dólares y el resto de Metanol en 2.100 millones de dólares, lo que dejaría a los negocios de nitrógeno de EE.UU. y Europa con un valor negativo implícito de 650 millones de dólares a pesar de tener una deuda mínima. Solo con mirar a CF Industries y Yara, un valor de capital negativo nos parece irrazonable. La construcción de la fábrica estadounidense costó más de 4.000 millones de dólares y está situada en un lugar muy deseado.

Otra forma de verlo es sobre la base del flujo de caja puro. Veamos qué pasa en 2023 y 2024 cuando los precios vuelvan a la tierra. Calculamos que todavía pueden generar 700 millones de dólares de flujo de caja libre, después de minoritarios. Sobre una capitalización de mercado de 5.500 millones de dólares, esto supone un rendimiento del 12,7%. Dado que el holding tendrá caja neta en algún momento de 2022 (sin tener en cuenta los posibles pagos de dividendos), creemos que la mayor parte puede pagarse a los accionistas. Esto podría implicar fácilmente un precio de las acciones un 100% más alto.

OCI sigue siendo un productor aventajado en el mercado de materias primas. Sí, hay riesgos y a corto plazo pueden pasar muchas cosas, como ha demostrado la COVID, pero creemos que en una base normalizada la acción debería cotizar entre un 50-100% más. Dada la trayectoria del dueño y su capacidad, estamos seguros de que este valor se acabará realizando.

Great Eagle Holdings Limited (41 HK)

Dada la abundancia de noticias sobre promotores chinos en situación de impago, como Evergrande y Shimao, y el resurgimiento del COVID-19, que dificulta los viajes y causa estragos en el sector de la hostelería, pensamos que sería buen momento para mencionar que estamos invertidos en un promotor que cotiza en Hong Kong y está expuesto al sector hotelero.

El Grupo Great Eagle es una empresa promotora líder en Hong Kong. Es un holding que posee y gestiona una amplia cartera internacional de hoteles de lujo con la marca The Langham, posee dos REITS cotizados, y desarrolla, invierte y gestiona propiedades residenciales, de oficinas, comerciales y hoteleras de alta calidad en Asia, Norteamérica, Oceanía y Europa. Great Eagle pertenece en un 33,8% a un fideicomiso de la familia Lo. Un miembro de la familia, Lo Ka-Shui, ejerce de CEO y posee por separado el 29,6% de las acciones de la empresa. Entre sus principales activos se encuentran Champion REIT y el Langham Hospitality Group, así como varios proyectos más pequeños, como Pak Shek Kok, Ho Man Tin, propiedades de inversión y una lotería.

Champion REIT (2778 HK) es un fondo de inversión inmobiliaria que cotiza en bolsa y que posee dos edificios en Hong Kong, Three Garden Road en Central y Langham Place - Office and Mall en Mongkok. También tiene una participación minoritaria en un edificio de oficinas londinense en el 66 de Shoe Lane. Three Garden Road es un moderno complejo de oficinas de cristal y acero que comprende la Champion Tower, un edificio de 47 plantas, y la ICBC Tower, un edificio de 37 plantas, así como espacios comerciales. Langham Place es un desarrollo comercial integrado que comprende una torre de oficinas de grado A de 59 plantas y un centro comercial de 15 plantas. Es evidente que estos activos han sufrido por los disturbios de Hong Kong en 2019 y el cierre casi total de Hong Kong desde que comenzó la COVID-19. De hecho, el valor liquidativo por acción de los valoradores independientes ha pasado de 11,42 HKD a finales de 2018 a 8,32 HKD a mediados de 2021.

La desocupación ha aumentado en ambos activos de oficinas y los alquileres se han mantenido estables pese a la caída de los alquileres en la ciudad. A la inversa, han mantenido la ocupación del centro comercial al 100% con alquileres más bajos. Parece que hay estabilización tanto en los alquileres como en las vacantes, aunque en niveles más bajos. No prevemos ninguna mejora hasta 2024. En última instancia, dada la escasez de suelo en la ciudad, su alta demanda en tiempos normales, junto con nuestra percepción de que, dado lo pequeños que son los apartamentos de Hong Kong, en última instancia, el trabajo desde casa es una amenaza menor que en otras grandes ciudades, que una estabilización con una modesta mejora es probable, o incluso una recuperación completa.

Sin embargo, esto no es necesario. Si observamos nuestra participación del 67,3% en el REIT, al precio de fin de año de 3,99 HKD, esto implica 21,75 HKD para Great Eagle (frente a un precio de las acciones de fin de año de 21,8 HKD para Great Eagle). Si se cree que el valor liquidativo del semestre de 2021 es de 8,32 HKD, esto implicaría 45 HKD por acción de Great Eagle. ¿Y si las cosas volvieran al apogeo de 2018, con valor liquidativo de HKD 11,42? Valdría 62 HKD para Great Eagle. Nos gustan los flujos de caja. Great Eagle obtiene tres fuentes de ingresos de Champion REIT: el dividendo, una comisión de gestión de activos y una comisión de agencia. Según nuestras previsiones, con una escasa mejora (incluso con un descenso en 2022 y 2023), los *ingresos de caja se sitúan en un mínimo* de unos 1.000 millones de HKD. A un múltiplo de 15 se obtienen aproximadamente 3,75 HKD por acción de Champion REIT o 20,5 HKD para Great Eagle.

Langham Hospitality Group (que no cotiza en bolsa) es una colección de hoteles de lujo y premium bajo las marcas Langham y Cordis. La empresa posee 12 hoteles en Londres (Piccadilly), Nueva York (5ª Avenida), Boston, Huntington Pasadena, Chicago, Washington DC, Toronto, Melbourne, Sydney, Auckland y dos en Shanghai. Están desarrollando hoteles propios en Tokio, San Francisco, Seattle y Venecia. Gestionan otros 13 hoteles de marca y 11 están en proyecto. Los hoteles en propiedad tienen un valor contable de 17.000 millones de HKD. Algunos de estos hoteles se compraron hace más de 20 años. ¿Podría estar equivocado el valor en libros? Utilizando nuestra mejor estimación (a menudo solo promedios de la ciudad, probablemente conservadores para los hoteles de lujo en ubicaciones privilegiadas), llegamos a la estimación del precio, que equivale a unos 15.000 millones de HKD. Como se ha dicho, si tuviéramos mejores datos, suponemos que esto sería mucho más elevado. En cuanto a los flujos de caja, utilizando el EBITDA de 2019 y nuestra estimación del flujo de caja libre, valoraríamos los hoteles en unos 10.000 millones de HKD y, con todos los hoteles en desarrollo y gestionados terminados en 2024 y una cierta vuelta a la normalidad, llegaríamos a 18.000 millones de HKD. Esto supondría un valor por acción para Great Eagle de 13,75 HKD en la estimación de flujo de caja más baja, llegando hasta 24,5 HKD una vez que todo se haya completado. El valor contable actual sería de 23,4 HKD implícitos en el precio de las acciones de Great Eagle. Nos parece que estos activos trofeo se venderían por encima de nuestras estimaciones, si es que se venden.

ONTOLO, Pak Shek Kok, Tai Po es una promoción de 723 apartamentos de lujo y 456 plazas de aparcamiento. Se compró en 2014 y se terminó de construir a finales de 2020. Hasta ahora han vendido 545 de las unidades a 18.233 HKD por pie cuadrado y 115 plazas de aparcamiento a 2,5 millones de HKD cada una. Creemos que los flujos de caja totales restantes se sitúan en torno a los 6.000-7.000 millones de HKD, es decir, aproximadamente 8-9 HKD por acción.

Ho Man Tin es un proyecto de desarrollo residencial situado cerca de la estación de MTR de Ho Man Tin, que incluirá unos 742.000 pies cuadrados de residencias de lujo. El grupo adquirió los derechos en febrero de 2021 a un tercero en dificultades a su coste inicial en 2016. Han asumido todos los costes del proyecto, incluidas las primas de los terrenos pendientes y los préstamos dispuestos. Su rendimiento del proyecto comprende: (i) una parte de los beneficios del desarrollo; (ii) la gestión del proyecto y otros honorarios profesionales; y (iii) los gastos financieros, incluido un tipo de interés fijo sobre todo el capital que el Grupo inyectó para el proyecto. Esperan que la fase de preventa del proyecto comience en 2023 y que se complete a finales de 2024. Great Eagle ha pagado 1.000 millones de HKD por la prima del terreno y ha asumido una deuda de 5.800 millones de HKD. Actualmente no atribuimos ningún valor al proyecto, pero prevemos que sea rentable con el tiempo.

Las propiedades de inversión incluyen inmuebles comerciales, apartamentos y oficinas situados en Hong Kong y Estados Unidos. Las propiedades de inversión, valoradas por un tasador independiente, tenían un valor de 9,3 HKD por acción en el semestre de 2021.

Langham Hospitality Investments (1270 HK) es un REIT cotizado que posee tres hoteles en Hong Kong. Es propietaria de tres hoteles de gran calidad en el corazón de Kowloon, entre ellos el hotel The Langham, de 498 habitaciones, en la zona comercial de Tsimshatsui, el hotel Cordis, de 669 habitaciones, en la zona comercial de Mongkok, que está conectado con el centro comercial y de oficinas Langham Place, y el hotel Eaton, de 465 habitaciones, situado en la concurrida arteria Nathan Road. Los hoteles han sufrido con las protestas de 2019, primero, y después, durante la COVID, con el cierre de fronteras de Hong Kong. Realizaron una ampliación de capital en 2020, que aumentó la propiedad de Great Eagle al 69,3%. El grupo está muy endeudado y tiene un valor contable negativo de HKD -2,5 por acción de Great Eagle. El valor de los fondos propios del mercado indicaría unos 2,5 HKD de valor positivo para Great Eagle. El valor de tasación tendría un valor neto positivo de 7,2 HKD por acción de Great Eagle. Actualmente atribuimos poco valor a su participación, pero la consideramos una opción que podría tener buena rentabilidad una vez que se reanuden los viajes a Hong Kong.

El billete de lotería: la empresa tiene unos mil millones de dólares de Hong Kong en inversiones de capital cotizadas y no cotizadas. Enterrado en su informe del primer semestre de 2021, hay un pequeño párrafo, en el que se menciona que habían cancelado una inversión en 2017 en un fabricante de vehículos eléctricos, ya que experimentaba graves problemas de liquidez. Ahora creen que esta participación podría tener un valor positivo e incluso han aumentado su exposición antes de que la empresa cotice a través de un SPAC en julio de 2021. Ahora poseen 13,4 millones de acciones de la empresa y están sujetas a un bloqueo o lock-up de seis meses después de la cotización. Creemos que las acciones de esta empresa están totalmente sobrevaloradas y muy posiblemente no tengan valor alguno, aunque reconocemos que valorar empresas sin ingresos y sin beneficios con numerosas banderas rojas no forma parte de nuestro ámbito de experiencia. A finales de año, esta participación tenía un valor de unos 500 millones de dólares, es decir, unos 5,5 dólares de Hong Kong por acción de Great Eagle. No tenemos ni idea de lo que valdrá cuando venza el bloqueo ni de si la dirección venderá toda o parte de la participación en ese momento. El tiempo determinará el valor final de esta participación para los accionistas de Great Eagle.

Una vez que contabilizamos estos rangos de activos e incluimos otros activos y pasivos, nos encontramos con un rango del 100% al 300% de potencial al alza.

Desde que poseemos las acciones hemos recibido 3,16 HKD en efectivo y 1 HKD por acción en forma de scrip dividend por debajo del precio de mercado.

Observamos que el CEO ha sido un comprador activo de las acciones, y creemos que nuestro mayor riesgo es que saque la empresa de bolsa muy por debajo de su valor razonable. No queremos restar importancia a los riesgos asociados a la COVID en el sector hotelero, los alquileres de oficinas de Hong Kong y la influencia del gobierno chino en Hong Kong.

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 participes 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 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 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 con algún problema para encontrar nuestro fondo, contacte 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.

Esperamos que todos hayan disfrutado de las vacaciones y les deseamos un buen comienzo de 2022. Creemos que será un gran año para el inversor de filosofía "value".

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 Harbor 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.