



PALM HARBOUR CAPITAL

Estimados inversores y amigos,

Durante el cuarto trimestre, el fondo ganó un 6,3% bruto de comisiones. En nuestro Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) no figura ningún índice de referencia, por lo que no podemos hacer comentarios sobre la rentabilidad relativa. Le dejamos a usted la decisión. La cifra anterior parece similar a los índices de referencia europeos y mundiales. La rentabilidad desde el inicio hasta el final del trimestre fue del 50,0%, es decir, una rentabilidad anual compuesta del 8,9%. Nuestro último valor liquidativo notificado al final del trimestre fue de 15,00 (28/12/2023), un 6,8% más que el valor liquidativo notificado más próximo al final del tercer trimestre, que fue de 14,05 (28/09/2023). Nuestra rentabilidad anual fue del 13,1% bruta de comisiones¹ y nuestra rentabilidad por valor liquidativo fue del 12,0% (VL de 15,00 el 28/12/2023 frente a VL de 13,39 a finales de 2022 el 29/12/2022). Somos extremadamente 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 y 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 antes de los gastos del fondo, que actualmente ascienden a aproximadamente 15 puntos básicos por trimestre con los actuales AUM. Preveemos que esta cifra disminuya significativamente a medida que crezcan los AUM. Véase nuestro comentario sobre las comisiones de gestión.

El rendimiento del cuarto trimestre fue totalmente opuesto al del tercero, con un comienzo débil y un final fuerte. El fondo bajó un -4,3% en octubre, subió un +3,96% en noviembre y terminó con un +6,9% en diciembre. Aparentemente, la caída del mercado en octubre estuvo relacionada con el aumento de los rendimientos de los bonos, seguido por el descuento por parte del mercado de recortes significativos en 2024.

No nos pronunciamos sobre la evolución futura de los tipos de interés ni tomamos decisiones de inversión en función de ella. Nos parece ridícula la fascinación del mercado por cada pequeña variación. Estamos bastante satisfechos de tener tipos de interés reales positivos y pensamos que debería haber un coste del capital. Los inversores de esperanza y ensueño que necesitan tipos reales negativos para justificar valoraciones absurdas y comportamientos especulativos parecen ser el comprador o vendedor diario incremental y controlan la narrativa del mercado. Esperamos que los banqueros centrales mantengan la cabeza fría y no vuelvan a las políticas anteriores, que creemos que hacen poco además de desasignar masivamente el capital. No nos sorprendería que la inflación se mantuviera igual que hasta ahora, aunque a un nivel bajo (véase nuestro comentario anterior), o que el mercado empezara a prestar atención a las grandes sumas que los gobiernos necesitan emitir para sostener sus déficits cada vez más abultados. Será interesante ver si la población votante se da cuenta de que el gasto en intereses se está convirtiendo en uno de los mayores gastos del gobierno y los niveles de endeudamiento público se están haciendo rápidamente insostenibles.

Pasando a temas más interesantes, hablemos de Japón. Japón ha sido uno de los mercados más baratos de los últimos años, lo que podría atribuirse al bajo crecimiento, el descenso de la población, el mal gobierno corporativo, la mala asignación de capital, la inestabilidad de la política monetaria y los aplastantes niveles de deuda pública (en contraste con el robusto ahorro privado de consumidores y empresas). Muchos conocen la operación 'widow-maker' de venta de deuda pública japonesa, así como el intento popular, pero en general infructuoso, de los inversores de valor de sacar provecho de las acciones poco valoradas. Creemos que esto está cambiando.

En los últimos años, hemos encontrado varias empresas japonesas interesantes que pensamos que podrían ser inversiones muy atractivas. Sin embargo, decidimos no invertir en muchas de ellas debido a las complicaciones de realizar el tipo de due diligence en profundidad que nos gusta hacer y al hecho de que la mayoría son baratas por una buena razón, como una mala asignación de capital. Por lo general, las empresas japonesas más pequeñas no publican sus datos en inglés, y muchas carecen de relación con inversores o de información de contacto con la dirección. Si se consigue contactar, las llamadas se hacen a través de un traductor (aunque hablen inglés) en las que una hora de tiempo invertido sirve para menos de una cuarta parte de la

información que se suele obtener. No hay cobertura de ventas, hay poca información en Google, las páginas web parecen de los años 90 y, en general, carecen de información útil. Por lo tanto, a no ser que se trate de una empresa cotizada en EE.UU., es una experiencia dolorosa. A menudo, se hace evidente rápidamente por qué es barato: la línea de ingresos está a menudo estancada y la empresa simplemente acumula efectivo en su balance en un entorno de tipos de interés cero. ¿Invierten más en el negocio? La verdad es que no. ¿Se expanden al extranjero mediante fusiones y adquisiciones? No. ¿Recompran acciones? Jajaja. ¿Aumentan sus dividendos? No.

Sólo hemos realizado una inversión japonesa en PHC hasta 2023, C Uyemura, que abandonamos en el cuarto trimestre con una ganancia del 157,5% (204,3% en yenes). Escribimos sobre nuestra tesis en nuestra carta del segundo trimestre de 2021. El punto principal fue un cambio en su actitud hacia los accionistas. Empezaron a destinar capital al crecimiento, al tiempo que adoptaban políticas amistosas de remuneración al accionista mediante el aumento de los dividendos y la recompra de acciones. Incluso vincularon la remuneración de los directivos al precio de las acciones. Tenían un plan a medio plazo razonablemente bien pensado. Sin embargo, habíamos investigado docenas de empresas antes de encontrarla. Del resto, la mayoría del resto se ajustaba a nuestros criterios fuera de esta área crucial de asignación de capital y no vimos ningún cambio que reconociera el valor.

Las cosas han ido mejorando en los últimos años, pero esto llegó a su punto álgido en 2023. Aunque el Gobierno ha presionado suavemente para mejorar el comportamiento de los consejos de administración, con más miembros independientes y menos participaciones cruzadas, ha surgido un nuevo líder en esta lucha. El nuevo director general de la Bolsa japonesa (JPX), Hiromi Yamaji, ha criticado abiertamente a la cúpula empresarial. Ha puesto en el punto de mira a todas las empresas que cotizan por debajo de su valor contable (pensemos en todos esos montones de efectivo y participaciones cruzadas) con bajos rendimientos de capital. La bolsa exige ahora a las empresas que revelen sus planes de mejora de la eficiencia del capital y si cotizan por debajo de su valor contable, y cómo piensan mejorar su ratio por encima de uno. Además, la bolsa añadió más presión en diciembre al exigir que se revelen las razones para tener filiales cotizadas y cómo piensan mantener su independencia. Ha exigido que se comprometan con los accionistas y escuchen sus ideas. Además, la bolsa ha puesto en marcha un régimen de 'denuncia' para señalar a los que no cumplen (al típico estilo japonés, en realidad están listando a los que cumplen, pero dudo que muchos directores ejecutivos quieran NO estar en la lista).

En los últimos meses hemos estado muy ocupados y, de hecho, las empresas se han mostrado más dispuestas que antes a hablar con nosotros y responder a nuestras preguntas. Ahora tenemos más del 8% de la cartera en Japón y no descartamos que

esta cifra aumente en 2024. Es posible, aunque no es una certeza, que se produzca un mercado alcista plurianual para las acciones de valor en Japón. De hecho, nada menos que Warren Buffett realizó grandes inversiones en Japón en agosto de 2020, que incrementó en 2023.

Vemos la posibilidad de que se produzca un ciclo positivo que se refuerce a sí mismo a medida que se saneen los balances y las empresas utilicen sus reservas de efectivo para invertir en sus negocios o aumentar la remuneración de los accionistas. El capex de una empresa son las ventas y los beneficios de otra, por tanto: las grandes cantidades de efectivo estancadas deberían contribuir a fomentar el crecimiento de la economía. Del mismo modo, la distribución del efectivo a los inversores impulsará el efecto riqueza y aumentará el gasto en toda la economía. Todo ello aumentará los ingresos fiscales, lo que permitirá al Gobierno reducir su deuda e impulsar el gasto. Creemos que esto podría ser un importante motor de crecimiento para lo que ha sido una economía bastante estancada. Este podría ser un momento decisivo para que las empresas japonesas crezcan en el extranjero y abran la economía a las inversiones extranjeras. Creemos que esto también podría fortalecer el yen japonés a medida que la economía se fortalezca y permita que la política monetaria se normalice. Además, el gobierno ha renovado su NISA, o Cuenta de Ahorro Individual Nippon, que es un programa de inversión en acciones exento de impuestos del gobierno japonés para particulares que se someterá a una gran revisión en enero. Su objetivo es convertir los billones de yenes que los hogares tienen en efectivo en inversiones en los mercados bursátiles, lo que resulta muy oportuno, ya que es probable que las acciones se revaloricen en los próximos años a medida que las empresas japonesas empiecen a buscar la eficiencia y la asignación de capital de forma más parecida a sus homólogas estadounidenses.

Otra parte de nuestra cartera en la que hemos estado muy activos es nuestro bucket de situaciones especiales. Tras las exitosas escisiones de Telekom Austria y Companhia Brasileira de Distribuição, también estamos muy entusiasmados con una nueva oportunidad en la escisión de Syensqo de Solvay, que se produjo en diciembre, y que detallaremos más adelante en esta carta.

Otra de nuestras participaciones a largo plazo, que se ha transformado en una situación especial, es OCI, 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. Habíamos reducido sustancialmente la exposición en el transcurso de 2022 y el primer trimestre de 2023 tras un 2022 excepcional, en el que recibimos 8,9 euros por acción en dividendos en el transcurso de 18 meses. Volvimos a aumentar nuestra participación cuando Jeff Uben, de Inclusive Capital (anteriormente de ValueAct), escribió al consejo exigiendo que desbloquearan el valor. El presidente y

accionista mayoritario, Nassef Sawiris, siempre dispuesto a negociar, accedió e instigó una revisión de la cartera. El resultado se dio a conocer en diciembre, con la venta completa de su participación del 50% en Fertiglobe, que cotiza en Abu Dhabi, a ADNOC por 3.600 millones de dólares más beneficios, seguida rápidamente por la venta de Iowa Fertilizer Company a Koch Industries por 3.600 millones de dólares. Aunque el mercado ha revalorizado las acciones desde niveles terriblemente deprimidos, sigue valorando la empresa más o menos cerca del valor de las dos operaciones, dejando gratis la planta de amoníaco de Texas blue, el negocio del metanol y todo el negocio europeo del nitrógeno.

Salimos de una pequeña posición en la empresa canadiense Logistec. Compramos las acciones después de que la empresa anunciara una revisión estratégica del negocio. Pensamos que los activos eran de muy alta calidad y que su potencial de flujo de caja futuro era superior al atribuido por el mercado. Sin embargo, la revisión estratégica concluyó con una compra a niveles sólo ligeramente superiores a nuestro punto de entrada, lo que pensamos que fue un muy buen negocio para el comprador, pero nos dejó un escaso rendimiento.

Otra reorganización de cartera que emprendimos con una ligera perspectiva especial fue la venta de una empresa británica de petróleo y gas por una nueva posición en una empresa griega-israelí de petróleo y gas que cotizaba en Londres y que se había vendido masivamente desde una valoración ya barata a principios de octubre.

Salimos de varias posiciones para hacer sitio a nuestra cesta japonesa. Entre ellas figuraban Bayer, cada vez más problemática, Great Eagle, que está sufriendo la caída del mercado inmobiliario de Hong Kong, MDU Resources, que completó la escisión de Knife River y cotizaba cerca de su valor razonable, y una empresa de fertilizantes no revelada.

Al final del trimestre, nuestra cartera tenía más de un 109% de revalorización con respecto a nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba con un PER medio ponderado de 8,1 veces, un rendimiento FCF/EV del 16% y una rentabilidad del capital tangible del 30%.

...

Contribuidores		Detractores	
Solvay	116 bps	IGT	-68 bps
Ocean Wilsons Holding	107 bps	LNA Santé	-67 bps
Telekom Austria	94 bps	Bayer	-59 bps

RHI Magnesita	59 bps	[Undisclosed]	-28 bps
Almacenes Éxito	58 bps	Melco International	-24 bps

El principal contribuidor durante el trimestre fue Solvay (+56,4% +116 pb), el conglomerado químico belga, que presentamos más adelante en esta carta. Observamos que los resultados se sobrevaloraron al escindir Syensqo, su negocio de especialidades químicas, que fue un ligero detractor con -19 puntos básicos. Syensqo se escindió de Solvay durante el trimestre al precio bastante arbitrario de 90 euros. La escisión dividió la antigua Solvay en unidades de valor y crecimiento y ha creado dos oportunidades de inversión diferentes. A pesar de la realización de valor relacionada con la escisión, seguimos invertidos en ambos tramos, ya que ofrecen un interesante recorrido al alza.

El segundo mayor contribuyente fue Ocean Wilson (+23,8% +107 pb), la sociedad de inversiones con sede en Bermudas y operaciones portuarias y de remolcadores en Brasil, que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2023. Los ingresos del tercer trimestre de Wilson Sons se mantuvieron en línea, ya que los aumentos de los ingresos de la terminal de contenedores, remolque y base en alta mar se vieron compensados por el descenso de los ingresos logísticos impulsados por las menores tarifas de flete. Sin embargo, el EBIT aumentó un 10%, impulsado por la reducción de costes. La joint-venture de buques offshore también contribuyó positivamente, como ya señalamos el trimestre pasado. Durante el cuarto trimestre de 2023, el precio de las acciones de Wilson Sons (PORT3 BS) aumentó un 24,8% (27,6% incluido el dividendo), mientras que el último valor de cartera comunicado se mantuvo más o menos estable. Como resultado, el valor de la suma de las partes aumentó en consecuencia, manteniendo el descuento en el 52%. Ocean's Wilson RNS reiteró que la revisión estratégica del activo Wilson Sons sigue en curso y que han recibido varias ofertas indicativas no vinculantes. Dado que el valor de mercado de Wilson Sons (19 libras por acción al final del trimestre) es superior al valor de Ocean Wilson (11,85 libras), la sociedad de cartera, y el mercado asigna un valor nulo a la cartera de inversiones (5 libras). Seguimos confiando en la protección a la baja a la espera de que la dirección cierre el descuento.

El tercer contribuyente significativo fue Telekom Austria (+15,9%, +94 puntos básicos), el grupo de telecomunicaciones austriaco y de Europa del Este, presentado en nuestra carta del primer trimestre de 2023. Durante el tercer trimestre, las ventas aumentaron un 2,6%, impulsadas principalmente por los ingresos por servicios, mientras que el EBITDA creció un 0,6%, a pesar de un tipo de cambio adverso, mayores gastos de reestructuración y extraordinarios. La dirección informó de un crecimiento del EBITDA ajustado del 6%. El impacto de la escisión en las cifras del tercer trimestre fue bastante

limitado, ya que se completó pocos días antes del final del trimestre. Por lo tanto, aún no conocemos las cifras de ambas entidades. La dirección confirmó sus previsiones para 2023, con un crecimiento de las ventas en torno al 5% y un capex (excluidas las inversiones en espectro) de unos 950 millones de euros. Para 2024-26, la dirección confirmó sus expectativas a medio plazo de un crecimiento de los ingresos del 3-4% y del EBITDA del 4-5%, con unas inversiones que se mantendrán en los niveles actuales. El dividendo base no se vio afectado por la escisión y la dirección dio a entender posibles aumentos durante el último Capital Markets Day. Seguimos creyendo que la fuerte generación de flujo de caja deja un amplio margen para aumentar los dividendos, por lo que vemos un importante potencial alcista en el futuro.

El cuarto mayor contribuyente fue RHI Magnesita (+14,9% +59 pb), la empresa austriaco-brasileña de refractarios, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2019. RHI reportó un sólido tercer trimestre con un margen EBITDA mejor de lo esperado basado en precios más resistentes y fusiones y adquisiciones acrecentantes. El rendimiento del volumen reflejó factores estacionales normales y fue consistente con las expectativas del mercado dada la debilidad del mercado en Europa, China y Sudamérica. Sin embargo, observamos que, según los datos siderúrgicos mundiales, noviembre fue el primer mes en que los volúmenes de producción de acero de la UE en los últimos doce meses aumentaron tras 23 descensos consecutivos. Por último, durante el trimestre, Rhône Capital completó la adquisición del 19,9% de las acciones de RHI a 28,5 libras por acción ajustadas por dividendos, convirtiéndose en el segundo mayor accionista. Creemos que su presencia en el consejo debería tener una influencia positiva y su implicación global implica un importante recorrido al alza. Según la dirección, la cartera de pedidos se mantiene en niveles normales, con escasos indicios de recuperación de los volúmenes de demanda en 2024, ya que la actividad mundial de la construcción sigue siendo débil y la demanda en el mercado automovilístico se mantiene por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. Las fusiones y adquisiciones han aumentado la deuda neta hasta aproximadamente 430 millones de euros, pero la dirección espera que el apalancamiento se mantenga en línea con el rango objetivo de 2,0-2,5x. Seguimos viendo un alza significativa basada en nuestras proyecciones de flujo de caja libre.

El quinto contribuyente fue Almacenes Éxito (+24,6%, +58 pb), el principal operador de supermercados de Colombia, que mencionamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2023. Éxito se escindió recientemente de Companhia Brasileira de Distribuição (PCAR3 BS), que controla los supermercados del Grupo Pão de Açúcar en Brasil y una participación del 13% en Éxito. Tanto Éxito como CBD están controladas por el endeudado supermercado francés Casino, que posee aproximadamente el 41% de cada una. En nuestra carta del tercer trimestre dijimos que Casino querría materializar el valor rápidamente, pero incluso a nosotros nos sorprendió la rapidez. Tras rechazar

dos ofertas de un multimillonario colombiano, Casino acordó vender su participación en Éxito al Grupo Cellerja, uno de los principales minoristas de comestibles de El Salvador. La oferta valoraba Éxito en 1.175 millones de dólares (0,9053 dólares por acción o aproximadamente 18,4 reales por acción). Posteriormente salimos de nuestra posición, que contribuyó con 69 puntos básicos en un periodo de tiempo relativamente corto.

El principal detractor fue International Games Technology (-13,1%, -68 pb), el proveedor italoamericano de tecnología de loterías y máquinas recreativas, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020. En el tercer trimestre, IGT registró tanto ventas como EBITDA por encima del consenso, debido principalmente al buen comportamiento de los segmentos Gaming y PlayDigital. Los fundamentales siguen siendo sólidos, mientras que el apalancamiento alcanzó un nivel históricamente bajo. La dirección confirmó el extremo superior de las previsiones anteriores y mantuvo las perspectivas de margen. Posiblemente la falta de información actualizada sobre la revisión estratégica hizo bajar la cotización. La dirección manifestó su frustración por los actuales niveles de valoración y su voluntad de desbloquear el valor. Seguimos creyendo que IGT cotiza con un descuento significativo, independientemente de la conclusión de la revisión estratégica. Sin embargo, una posible ruptura aceleraría la realización de valor. Observamos que el 4,2% de la pérdida se debió al tipo de cambio debido a la debilidad del dólar.

El segundo mayor detractor fue LNA Santé (-18,8% -67 pb), el operador francés de residencias de ancianos y centros sanitarios, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2022. Este fue el segundo trimestre en el que LNA se situó entre los cinco mayores detractores. Desde el punto de vista operativo, la empresa sigue funcionando bien. A pesar de una ralentización del negocio clínico en el tercer trimestre, la dirección ya ha declarado que ha vuelto a repuntar. Las ventas siguieron creciendo con fuerza, un 4,1%, y la empresa reiteró sus previsiones para el conjunto del año. En nuestra última carta señalábamos que Clariane (antes conocida como Korian) había seguido a Orpea por el camino de la reestructuración. Creemos que esta es probablemente la razón del bajo rendimiento de las acciones, ya que los inversores huyen del sector dado el resultado extremadamente pobre para los accionistas en las dos reestructuraciones. Hemos analizado en detalle la deuda y los activos inmobiliarios de LNA y creemos que su modelo de negocio es diferente al de sus competidores de mayor tamaño. Además, están repercutiendo la inflación, aunque más lentamente de lo que desearía el mercado, y creemos que sus márgenes volverán a la normalidad el año que viene. Nos mantenemos alerta y seguiremos poniendo a prueba nuestras hipótesis, pero creemos que la reacción de la cotización no refleja los fundamentos del negocio ni las perspectivas para los próximos años.

El tercer detractor significativo fue Bayer (-27,8% -59 pb), el conglomerado alemán de productos farmacéuticos, agrícolas y de salud del consumidor, que se ha mencionado a menudo en nuestras cartas como principal contribuyente y detractor. Bayer se compone de tres empresas separadas que son líderes en sus respectivas áreas. Una secuencia de amortizaciones relacionadas con adquisiciones, litigios, un elevado apalancamiento y una recesión agrícola han penalizado el precio de las acciones. El nuevo CEO ha venido a salvar la empresa, señalando sus intenciones de explorar una escisión estratégica del negocio, algo que la anterior dirección se mostraba reacia a discutir. Aunque la nueva dirección parece dispuesta a cambiar el statu quo, creemos que el cambio de gestión podría llegar un año tarde. Bayer siempre nos ha decepcionado, por lo que hemos decidido apartarnos y esperar a que se aclare la situación.

El cuarto detractor significativo fue una empresa de fertilizantes no revelada (-22,2% -28 pb). Tras un año 2022 muy fuerte en el que los precios de las materias primas se dispararon y la economía de los agricultores mejoró sustancialmente, se produjo un temor a la escasez que llevó a un exceso de existencias en la cadena de valor. Esto ha provocado un descenso de los precios durante 2023 y, dado que las exportaciones rusas no han disminuido, no está claro cuándo terminará el descenso. Creemos que es probable que el equilibrio entre la oferta y la demanda mejore en los próximos años, sin embargo, decidimos salir y utilizar el capital en nuestra cesta de Japón.

El quinto mayor detractor fue Melco International (-16,3%, -24 pb), sociedad de cartera de un operador de casinos de Macao. Macao siguió registrando una mejora de los ingresos brutos del juego de casino, que alcanzaron los 183.100 millones de MOP en 2023, un 333,8% más interanual, ya que las restricciones de Covid siguieron vigentes durante 2022. Los ingresos por juego acumulados de Macao aún no se han recuperado del todo, sobre todo debido a los cambios estructurales en el mercado junket/VIP y a una recuperación de China más lenta de lo esperado. S&P Global prevé que los ingresos brutos del segmento de masas se sitúen entre un 5 % y un 15 % por encima de los registrados antes de la entrada en vigor de la ley Covid en 2024, lo que implica un crecimiento interanual del 20 % al 30 %, que compensará casi totalmente la pérdida permanente del negocio de junket. Sobre esta base, esperan que el EBITDA de las seis concesionarias alcance el 95% de los niveles de 2019 en 2024. La dirección ha reiterado recientemente su intención de reducir la deuda. Por lo tanto, el crecimiento previsto del mercado de masas debería permitir un menor apalancamiento en el futuro. Como aspecto positivo, este ha sido el segundo trimestre de reducción de la deuda tras 12 trimestres consecutivos de aumento de la deuda neta debido a la expansión del gasto de capital durante la recesión de COVID. Creemos que, a pesar de la aparente ralentización de la economía china, Macao seguirá recuperándose y que, a medida que se reduzca la deuda, los fondos propios se beneficiarán en consecuencia.

Solvay (SOLB BB and SYENS BB)

Solvay es un grupo químico diversificado con 160 años de historia, desde que su fundador inventara un proceso de producción sintética de ceniza de sosa. Antes de la escisión, en diciembre de 2023, Solvay figuraba entre los diez mayores grupos químicos del mundo. La escisión fue orquestada por su CEO, la Sra. Kadri, que fue nombrada en marzo de 2019. Ella ha liderado un exitoso cambio de rumbo del negocio centrándose en la eficiencia, el flujo de caja libre y la reparación del balance. Bajo su liderazgo, Solvay logró un crecimiento del EBITDA de dos dígitos y 18 trimestres consecutivos de flujo de caja positivo. Una vez que la empresa estuvo en mejor forma, el consejo, dirigido por la familia fundadora a través de su sociedad de cartera Solvac, decidió realizar el valor de la suma de las partes, que estaba muy descontado, dividiéndose en dos negocios. La separación del negocio de productos químicos especiales del de productos básicos agrupa unidades con características y prioridades estratégicas similares, lo que permite reducir la complejidad y centrar mejor la asignación de capital.

La nueva Solvay se centrará en el ámbito de la química esencial y constará de cinco unidades de negocio. La ceniza de sosa es la mayor unidad, con un 42% de las ventas y la mayoría de los beneficios. Solvay está considerada líder mundial en ceniza de sosa, un ingrediente industrial de amplio uso, empleado principalmente en la producción de vidrio, así como en detergentes, baterías de vehículos eléctricos y paneles solares. La ceniza de sosa se considera un atractivo generador de efectivo, y la empresa está presente tanto en la ceniza de sosa de origen natural como en el principal productor sintético mediante el proceso de Solvay. Las otras unidades de la nueva Solvay incluyen peróxidos, sílice, Coatis y productos químicos especiales. El negocio de los peróxidos se considera estable en un sector relativamente consolidado en el que Solvay es el principal operador. Las actividades de sílice y Coatis se ven influidas por la dinámica de la oferta y la demanda en los neumáticos para automóviles y los productos químicos fenólicos, respectivamente. Solvay es líder mundial en sílice y líder latinoamericano en Coatis. Todas las actividades se consideran buenas generadoras de tesorería, dadas las fuertes cuotas de mercado y las bases de activos bien amortizados, que requieren gastos de capital limitados. La exposición del mercado final a sectores cíclicos añade cierta volatilidad, al igual que los precios de las materias primas negociados a escala mundial. La nueva Solvay tiene la intención de utilizar su efectivo para mantener su base de activos y recompensar a los accionistas principalmente a través de un dividendo entre estable y creciente.



Syensqo, la nueva empresa de especialidades químicas centrada en el crecimiento se divide en dos negocios: el de materiales representa el 52% de las ventas y el de consumo y recursos, el 48%. Syensqo produce polímeros de alto rendimiento, materiales compuestos de fibra de carbono y tensioactivos para una serie de mercados finales estables y en crecimiento, como el aeroespacial, el automovilístico y el electrónico. El 90% de las ventas procede de mercados en los que la empresa ocupa una posición entre las tres primeras. También son líderes en materiales para baterías, hidrógeno verde, materiales renovables y compuestos termoplásticos. Syensqo es la historia de crecimiento de la escisión, por lo que la generación de efectivo se utilizará principalmente para financiar proyectos de crecimiento y fusiones y adquisiciones.

Antes de la escisión, Solvay cotizaba con un importante descuento sobre el valor de la suma de las partes y un elevado rendimiento del flujo de caja libre, dadas sus perspectivas de crecimiento. Coincidimos con el consejo de administración en que existía un importante descuento con respecto al valor de la suma de las partes. De hecho, Solvay cotizaba por debajo de nuestra valoración de Syensqo por sí sola, por lo que estábamos obteniendo gratuitamente el legado de Solvay. Nuestra participación inicial se centró en la realización de ese valor. Después de la escisión, la separación en unidades de valor y de crecimiento ha creado dos perfiles de inversión diferentes y creemos que ambos siguen infravalorados, a pesar de que ya se ha liberado un valor sustancial. Al final del trimestre, seguíamos siendo titulares de ambos tramos, ya que creemos que siguen ofreciendo un alza interesante, cotizando ambos a un rendimiento de ciclo medio superior al 10%.

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.