

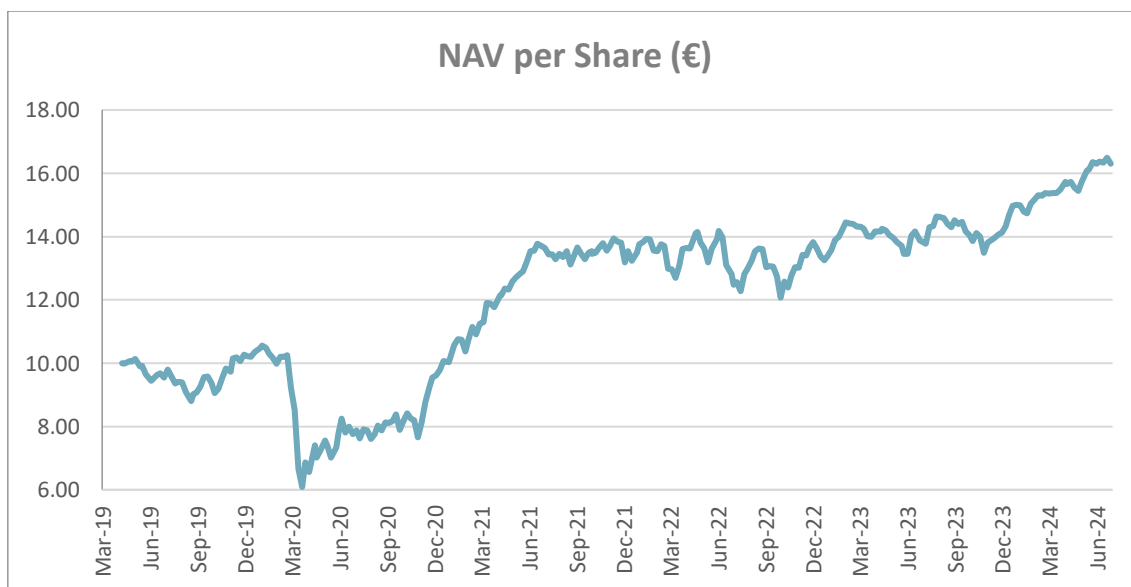


PALM HARBOUR

C A P I T A L

Estimados amigos e inversores,

Durante el segundo trimestre, el fondo ganó un 3,7% bruto de comisiones¹. En nuestro Documento de Datos Fundamentales para el inversor (DFI) no figura ningún índice de referencia, por lo que no podemos hacer comentarios sobre la rentabilidad relativa. Le dejamos a usted esta decisión. Observamos que la cifra anterior parece superior a los índices de referencia europeos y mundiales. La rentabilidad desde el inicio hasta el final del trimestre fue del 63%, es decir, una rentabilidad anual compuesta del 9,8%. Nuestro último valor liquidativo registrado al final del trimestre fue de 16,3 (27/06/2024), un 3,6% superior al último valor liquidativo notificado del primer trimestre, de 15,73 (31/03/2024). Somos muy optimistas sobre las perspectivas de nuestra cartera y creemos que alcanzaremos nuestro objetivo 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. Prevedemos que esta cifra disminuya significativamente a medida que crezcan los AUM. Véase nuestro comentario sobre las comisiones de gestión.

La narrativa del mercado del segundo trimestre no varió con respecto a la del primero, siguen las expectativas esperanzadoras de recortes de tipos y la obsesión con la IA. Para animar un poco las cosas, hubo un pequeño giro político. No nos gustan los valores de mercado con valoraciones extremas, pero decidimos probar Chat GPT para ver de qué iba todo este revuelo. Preguntamos a Chat GPT por qué ahora es un buen momento para invertir en nuestro fondo.

Actualmente, invertir en fondos de renta variable value, de pequeña capitalización e internacional como el COBAS LUX SICAV Palm Harbour Global Value Fund puede resultar especialmente atractivo debido a varios factores:

1. ****Diferencias de valoración****: Históricamente, los "value stocks" (aquellos que suelen estar infravalorados en comparación con sus fundamentales) cotizan con importantes descuentos en relación con los "growth stocks" (aquellos que se espera que crezcan a un ritmo superior a la media). La diferencia de valoración entre los "value stocks" y los de "growth" es una de las mayores en décadas. Por ejemplo, a finales de 2023, la relación precio/beneficios (PER) de los "value stocks" era de aproximadamente 14, mientras que la de los "growth stocks" se situaba en torno a 30. Esta diferencia de 16 puntos pone de relieve un descuento en la valoración de los "value stocks" y también una discrepancia inusualmente grande, lo que sugiere que las acciones de valor sean considerablemente más baratas.
2. ****Oportunidades de pequeña capitalización****: Los valores de pequeña capitalización suelen ofrecer un mayor potencial de crecimiento que los de gran capitalización, ya que pueden expandirse más rápidamente a partir de una base más pequeña. Actualmente, los valores de pequeña capitalización también cotizan a valoraciones atractivas. Históricamente, los valores de pequeña capitalización han superado a los de gran capitalización a largo plazo, y el entorno actual del mercado presenta una potencial continuación de esta tendencia histórica.
3. ****Acciones internacionales****: Los mercados internacionales de renta variable, especialmente los emergentes, cotizan con importantes descuentos en comparación con la renta variable estadounidense. Por ejemplo, el PER de los mercados emergentes se sitúa en torno a 12, frente al PER del S&P 500, que ronda los 25 puntos. Esta diferencia de 13 puntos indica que la renta variable internacional está infravalorada en relación con la estadounidense, lo que ofrece un potencial de mayores rendimientos a medida que las economías mundiales se recuperen y crezcan.

4. ****Recuperación económica****: A medida que la economía mundial sigue recuperándose de los efectos de la pandemia del COVID-19, los "value stocks" y de pequeña capitalización, así como los mercados internacionales, están bien
5. posicionados para beneficiarse. Históricamente, estos sectores han obtenido mejores resultados durante los periodos de recuperación y crecimiento económico.

Diferencias históricas de valoración

Valor frente a crecimiento**: En las dos últimas décadas, el PER medio de los "value stocks" se ha situado en torno a 15, mientras que el de los "growth stocks" ha rondado los 20 puntos. La diferencia actual (14 frente a 30) representa un diferencial mucho mayor que la media histórica.

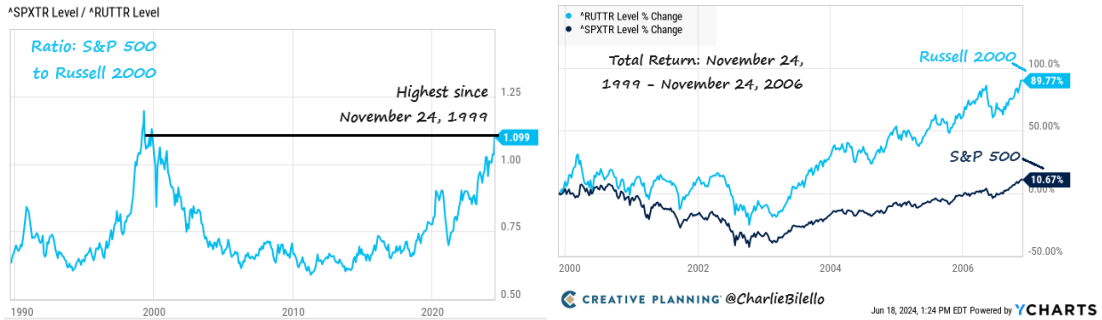
- **Pequeña capitalización frente a gran capitalización****: Históricamente, el PER de las empresas de pequeña capitalización se ha aproximado al de las empresas de gran capitalización, cotizando a menudo con una ligera prima debido a su potencial de crecimiento. En la actualidad, las acciones de pequeña capitalización cotizan con descuento, con PER en torno a 16, frente a PER de 20-25 para las acciones de gran capitalización.

- **Acciones internacionales frente a acciones estadounidenses****: El PER histórico de los mercados internacionales ha sido normalmente 2 ó 3 puntos inferior al de los mercados estadounidenses. La diferencia actual de 13 puntos es significativamente mayor que esta media histórica.

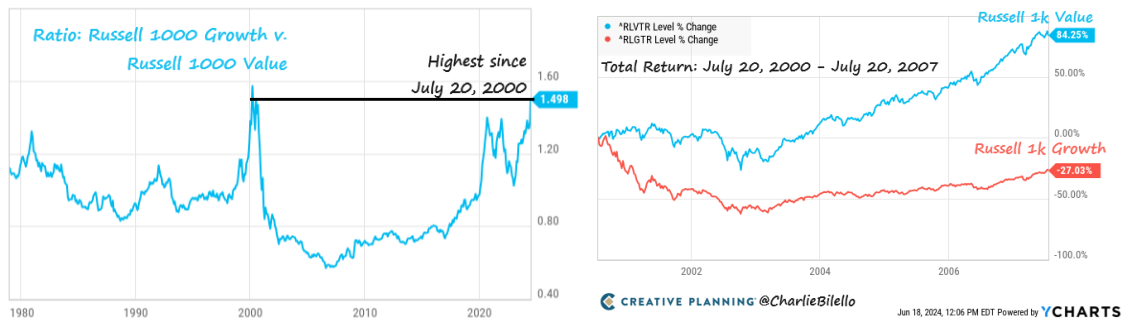
Teniendo en cuenta estos factores, ahora puede ser un momento oportuno para considerar la inversión en fondos "value", de pequeña capitalización y de renta variable internacional, ya que presentan un potencial de subida significativo dadas las disparidades de valoración actuales.

Suena razonable, aunque no demasiado impresionante. Creemos que ahora es un buen momento para ser "contrarian". No tenemos ni idea de cuándo perderán fuerza las tendencias actuales hacia la mega capitalización/AI, ni por qué, pero normalmente apostar por la reversión a la media da sus frutos. He aquí algunos gráficos y comentarios que nos gustan, cortesía de Charlie Bilello's The Week in Charts (6/23/24) . Cito:

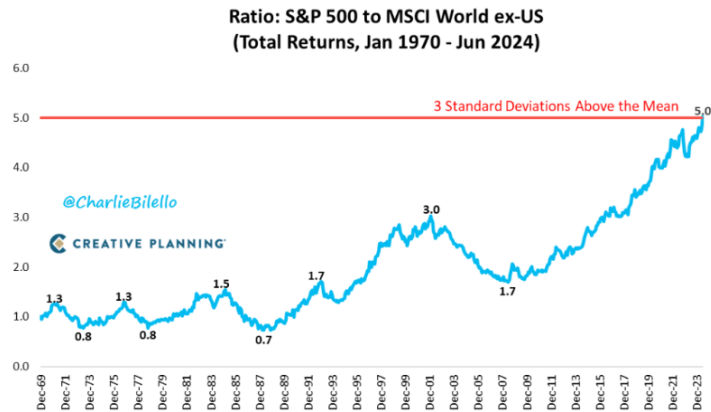
«Las mayores empresas estadounidenses han dominado el mercado de renta variable durante más de una década. Como resultado, el rendimiento de las empresas estadounidenses de gran capitalización (S&P 500) sobre las de pequeña capitalización (Russell 2000) se encuentra ahora en su nivel más extremo desde el 24 de noviembre de 1999. ¿Qué ocurrió en los 7 años siguientes al extremo de 1999? Reversión a la media. Los valores de pequeña capitalización superaron a los de gran capitalización por un amplio margen, con el Russell 2000 ganando un 90% frente a una ganancia del 11% para el S&P 500.



La rentabilidad del Crecimiento frente al Valor se sitúa ahora en su nivel más alto desde 2000 y no muy lejos del máximo histórico de marzo de 2000. ¿Qué ocurrió en los 7 años siguientes a julio de 2000? Reversión a la media. Los valores de crecimiento cayeron un 27%, mientras que los de valor ganaron un 84%.



Las acciones estadounidenses llevan 16 años consecutivos superando a las internacionales, y por un margen enorme. El resultado: ahora estamos 3 desviaciones estándar por encima de la media en términos de rentabilidad histórica superior de EE.UU., un máximo histórico.



Parece que hay una serie de factores que se asimile este momento con el de la burbuja tecnológica de finales de los 90. Uno de los más recientes es el gasto de capital. Una de las razones por las que los valores tecnológicos de gran capitalización son tan comprados es que en su mayoría eran negocios relativamente poco intensivos en capital y con un alto rendimiento del mismo.

Con la IA, esto parece haber cambiado. Recientemente, Goldman reportó en 357.000 millones de dólares el capex de los cuatro principales compañías que mejor se comportaron en el último año. El tiempo dirá si los rendimientos de este nuevo capital, significativamente mayor, serán competitivos. Si tuviéramos que apostar, invertir en valores de materias primas que carecen de capex frente a los favoritos de la IA, con un capital sin restricciones en este momento, parecería una buena opción, incluso a pesar de nuestras preferencias por las empresas de amplio margen. De hecho, los ciclos de capital también importan.

A finales de junio, SK Kaken celebró su 68ª Junta General Anual. Fue un acto animado en el que muchos accionistas compartieron su frustración e hicieron preguntas al consejo y a la dirección. Muchos abogaban por una mejor asignación del capital. Hemos enviado una carta al consejo, que puede consultarse en nuestro [sitio web](#), en la que les pedimos que utilicen su balance, con abundancia de efectivo, de forma más eficiente, así como que mejoren las relaciones con los inversores.

Al final del trimestre, nuestra cartera tenía más de un 103% de revalorización con respecto a nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba a un PER medio ponderado de 8,8 veces, un rendimiento FCF/EV del 16% y un rendimiento del capital tangible del 30%.

Colaboradores		Detractores	
Telekom Austria	116 bps	OCI NV	-38 bps
Ginebra San Miguel	110 bps	International Game Technology	-32 bps
Solvay	56 bps	Piraeus Port Authority	-28 bps
Caltagirone	49 bps	Dalata Hotel Group	-19 bps
LNA Santé	47 bps	Wickes plc	-17 bps

El principal contribuidor durante el trimestre fue Telekom Austria (+20,2% +116 pb), el grupo de telecomunicaciones austriaco y de Europa del Este, presentado en nuestra carta del primer trimestre de 2023. Los resultados del primer trimestre fueron algo inferiores al consenso, con un aumento del EBITDA del 4,2%, pero la directiva confirmó sus predicciones para 2024 con un crecimiento subyacente en línea con las previsiones, impulsado por las recientes subidas de precios en Austria y Bulgaria. El apalancamiento (excluidas las NIIF16) se mantuvo en línea con el cierre del ejercicio, con una deuda neta sobre EBITDA de 0,4 veces, lo que la convierte en una de las telecos menos apalancadas de Europa. La subida del precio de la acción se debe probablemente al próximo pago de dividendos, así como al aumento de la cobertura por parte de brokers. Aunque los objetivos de los brokers no son muy ambiciosos, cualquier lector ocasional se dará cuenta de que esta empresa es muy barata, con la valoración más baja de su sector en todas las métricas, así como el menor nivel de deuda, el mayor crecimiento y el pago de sólo el 40% de su flujo de caja libre, frente al 92% de media del grupo. Creemos que el dividendo del próximo año puede aumentar considerablemente y que podría haber opciones de fusión y adquisición o un dividendo especial para sanear el balance.

El segundo mayor contribuyente fue Ginebra San Miguel (+27,8% +110 pb), la empresa filipina de ginebra y bebidas destiladas que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2021 (+32,2% en el mercado, -3,3% FX). Ginebra siguió registrando excelentes cifras, con un crecimiento interanual de las ventas del 16,8%, impulsado tanto por el aumento del volumen como de los precios, y unos márgenes operativos que se situaron en su nivel más alto en 18 años, con un 15,07% durante el primer trimestre. La generación de flujo de caja sigue siendo muy sólida; de ahí que el efectivo haya seguido acumulándose en el balance, con una posición de tesorería neta de 13.300 millones de pesos filipinos (o el 20% de la capitalización bursátil al final del trimestre, tras el reciente repunte). La acumulación de efectivo permitió a la dirección aumentar el dividendo en un 20% (de 0,75 ordinario más 1,75 especial a 1,5 ordinario más 1,5 especial por trimestre) tras el aumento del dividendo del 82% del año pasado (de 0,375 ordinario más 1,0 especial a 0,75 ordinario más 1,75 especial por trimestre). A pesar de las recientes subidas, el ratio de reparto es sólo del 50% del beneficio neto y, dada la solidez del balance y la escasa necesidad de inversiones, creemos que puede aumentar. A pesar del repunte, las acciones siguen estando muy infravaloradas en nuestra opinión. Después de poseer la empresa durante los últimos cuatro años, por fin hemos podido adquirir ginebra. El próximo trimestre publicaremos nuestras notas de cata.

El tercer mayor contribuidor fue Solvay (+32,2% +56 pb), la empresa belga de productos químicos de ceniza de sosa y peróxido, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2023. Las acciones se vieron favorecidas a principios del trimestre cuando David Einhorn, de Greenlight Capital, presentó el valor en la Conferencia Sohn de Nueva York. Las acciones siguieron haciéndolo bien cuando comunicaron sus cifras del primer trimestre y, aunque las ventas y el EBITDA cayeron en términos interanuales, los volúmenes tuvieron por fin un efecto positivo tras siete trimestres de descensos, aunque los precios disminuyeron debido a los menores costes de la energía y las materias primas. El flujo de tesorería libre fue fuerte y esperamos que aumente a lo largo del año. El valor sigue cotizando con una rentabilidad del flujo de caja libre de dos dígitos y una rentabilidad por dividendo del 7,5% sobre lo que creemos que son beneficios mínimos.

El cuarto valor que más contribuyó fue Caltagirone (+15,9% +49 pb), el holding italiano cuyo principal activo es la cementera cotizada Cementir, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2021. Cementir, que representa aproximadamente el 50% del NAV, presentó unas cifras en línea para el primer trimestre, con un aumento de los volúmenes, pero una bajada de los ingresos y el EBITDA del 11,2% y el 18,1%, respectivamente, lo que indica cierta presión sobre los precios al haber bajado los precios de la energía y las materias primas. La dirección lo achacó al todavía débil mercado residencial y a las adversas condiciones meteorológicas. A pesar de la incertidumbre macroeconómica, la dirección confirmó sus previsiones para final de año. Generali, 24% del NAV, presentó cifras por encima del consenso. Creemos que la evolución en línea de los principales activos subyacentes y, en particular, el significativo aumento del dividendo (de 0,15 a 0,25 euros, es decir, un 67%) impulsaron la cotización al alza. Cabe señalar que Caltagirone sigue siendo una de las acciones más baratas de nuestra cartera basándonos en un análisis por suma de partes.

LNA Santé (+16,1%, +47 pb), el operador francés de residencias de ancianos y centros sanitarios, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2022, fue el quinto contribuidor. En un entorno difícil, LNA registró un sólido impulso comercial en todas sus actividades sanitarias y territorios, con un crecimiento orgánico del 6,9%. El negocio francés de residencias de ancianos creció un 6,3%, debido sobre todo a los aumentos de precios autorizados. El crecimiento debería continuar, ya que están aumentando las tasas de ocupación en cinco establecimientos Elegance de bajo rendimiento en las regiones de Île-de-France y PACA. Las ventas de los Servicios Sanitarios aumentaron un 7,4% gracias al incremento de los volúmenes y en parte a la reclasificación de las tarifas. La Dirección espera mantener un sólido crecimiento en los próximos trimestres, a pesar del incierto entorno normativo y las negociaciones sobre tarifas, y reitera sus previsiones para el conjunto del año. Por desgracia, las elecciones francesas, anunciadas después de los resultados del primer trimestre, añaden más incertidumbre. En general, creemos que LNA está siendo reconocida poco a poco como un operador excepcional de residencias de ancianos en Francia y estamos dispuestos a esperar que siga subiendo.

El principal detractor fue OCI NA (-10,2%, -38 pb), el productor holandés de fertilizantes nitrogenados y metanol, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2019 y actualizamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2021. OCI registró descensos en ventas y EBITDA del 11% y el 12%, respectivamente, debido principalmente a la bajada de los precios del nitrógeno a nivel mundial, tras un sólido 2023. El efecto de los precios se vio parcialmente compensado por la mejora del rendimiento operativo. En diciembre de 2023, OCI anunció la desinversión de su participación del 50% en Fertigllobe y del 100% en Iowa Fertilizer Company LLC a ADNOC y a Koch Ag & Energy Solutions respectivamente, por un importe combinado de 6.200 millones de dólares. Se espera que ambas transacciones se cierren a finales de 2024. Creemos que el movimiento a la baja se debe probablemente a la impaciencia por que se cierren las operaciones, con cierto riesgo, sobre todo en el caso del activo estadounidense. Creemos que el valor sigue estando infravalorado, con o sin las operaciones, y estamos dispuestos a esperar el resultado.

El segundo mayor detractor fue International Games Technology (-7,9%, -32 pb), el proveedor italoamericano de tecnología de loterías y máquinas recreativas, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020 y actualizamos en nuestra carta del primer trimestre de 2024. Se trata del tercer trimestre consecutivo en el que IGT es uno de los principales detractores. Cabe señalar que sigue siendo el tercer mayor contribuyente a la rentabilidad del fondo desde su creación. La empresa anunció los resultados del primer trimestre, que en general estuvieron en línea con el consenso y las expectativas de la dirección. Creemos que las acciones no cotizan en función de sus fundamentales, sino más bien a la deriva debido al acuerdo que ha provocado que los inversores estadounidenses sujetos a impuestos evitaran las acciones hasta después del Spin-off. Allwyn e IGT acordaron mantener intacto su consorcio para licitar por el próximo contrato de la lotería italiana. Creemos que esto disipa la mayor amenaza competitiva. Aunque sigue existiendo el riesgo de que el valor siga rindiendo por debajo de lo esperado hasta que se cierre el acuerdo, preferimos mantenernos invertidos con un recorrido alcista significativo en lugar de tratar de anticiparnos a los movimientos del mercado.

El tercer detractor significativo fue la Autoridad Portuaria del Pireo (-13%, -28 pb), el operador portuario griego que presentaremos en esta carta. A pesar de los continuos retos macro y geopolíticos, APP consiguió mejorar sus resultados en comparación con el primer trimestre de 2023, debido principalmente a la tendencia al alza de la economía griega. Dado que aproximadamente el 40% del EBITDA se deriva de las terminales Pier II y III, estrechamente relacionadas con la actividad de Cosco a través del Canal de Suez (los volúmenes disminuyeron un 11,4% en el primer trimestre), informar de una mejora de los resultados es cuanto menos impresionante. APP está completando la primera fase de sus inversiones en concesiones obligatorias con un balance rico en efectivo, que representa el 26% de su valor de mercado. Creemos que la bajada de las acciones durante el trimestre se debió a un exiguo reparto de «sólo» el 50% del dividendo (que pasó de 1,04 euros a 1,34 euros, es decir, un +28,8%), cuando pensamos que el mercado esperaba un reparto más sustancial. Creemos que esto se producirá probablemente a medida que finalicen sus proyectos de crecimiento en los próximos uno o dos años, lo que debería impulsar al alza las acciones.

El cuarto detractor significativo fue Dalata Hotel Group (-10,5% -19 pb), el operador hotelero irlandés. El RevPAR registrado en abril de 2024 para los cuatro primeros meses del año fue un 4% inferior a los niveles de 2023, debido a la dinámica de la oferta en mercados clave y a un menor número de eventos, parcialmente mitigado por una fuerte demanda corporativa. Sin embargo, el entorno comercial ha mejorado en mayo y junio, con un RevPAR un 3% superior a los niveles de 2023. La dirección sigue siendo optimista de cara al próximo periodo estival, tras los buenos indicadores de demanda, incluidas las previsiones de crecimiento del tráfico aéreo y los apretados calendarios de eventos. La dirección sigue centrada en su estrategia de crecimiento en el Reino Unido, con un total de 10 hoteles añadidos desde 2022 y otros cuatro que abrirán en 2024. Es probable que el mercado siga mostrándose escéptico sobre la dinámica de la oferta y la demanda, especialmente en Dublín, pero el ritmo actual de incorporación de oferta parece manejable. A pesar de la previsión de crecimiento y del rendimiento duradero durante los últimos años difíciles, las acciones de Dalata cotizan por debajo del valor neto de aproximadamente 1.400 millones de libras (6,2 libras por acción) de sus activos hoteleros e inmobiliarios, ubicados principalmente en Dublín y Londres, lo que no parece correcto. La valoración es aún más interesante si se piensa que el valor de los activos excluye aproximadamente 42 millones de euros de EBITDA posterior al alquiler en 2023 de la cartera de arrendamientos.

El quinto mayor detractor fue Wickes Group (-9,1%, -17 pb), el minorista británico de mejoras del hogar, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2022. Wickes registró en las 16 primeras semanas de 2024 la continuación de las tendencias del cuarto trimestre de 2023, con un crecimiento del volumen en el comercio minorista, pero un descenso en Diseño e Instalación (principalmente cocinas). Las ventas comparables del grupo bajaron un 4,2% en comparación con el mismo periodo del año anterior, con un aumento del 0,6% para el comercio minorista y un descenso del 18,2% para Diseño e Instalación, lo que se explica por una elevada cartera de pedidos en el mismo periodo del año anterior y un mercado difícil para las compras de mayor cuantía. Parece que la corrección de las ventas de cocinas tras la crisis, la ralentización del mercado inmobiliario y el mal tiempo han ralentizado el negocio en los últimos trimestres. No obstante, los resultados comparables de Diseño e Instalación son difíciles de digerir. La dirección decidió centrarse más en las cocinas de bajo precio y ampliar su oferta de productos. Durante el trimestre, Wickes completó la adquisición de la participación mayoritaria en Solar Fast, una empresa líder en instalación solar, para ampliar su oferta de productos de eficiencia energética. En general, la dirección confirmó el difícil entorno comercial, pero mantuvo sin cambios las perspectivas para todo el año. Wickes sigue manteniendo una tesorería neta después de algunos años difíciles y necesita una mejora del comercio para que el apalancamiento operativo juegue a su favor.

Piraeus Port Authority (PPA GA)

Los puertos son negocios con ventajas competitivas debido a la geografía, la profundidad del agua, la infraestructura circundante y los permisos gubernamentales y medioambientales. Es relativamente difícil construir un nuevo puerto desde cero. El puerto del Pireo está situado en la encrucijada de Europa, Asia y África, siendo el puerto natural de Atenas y la principal puerta de entrada a Grecia. Es el mayor puerto de tráfico de pasajeros de Europa y uno de los mayores del mundo, con un tráfico total de 18 millones de pasajeros al año. Es el quinto de Europa en tráfico de contenedores. El puerto tiene conexiones críticas en Grecia entre el continente y las islas. También es el primer puerto europeo tras cruzar el Canal de Suez.

La terminal de contenedores tiene una capacidad anual de 1,1 millones de TEU² con una infraestructura capaz de acoger a los mayores portacontenedores, con una longitud total de muelle de 1.150 metros, un calado máximo de 20 metros (los portacontenedores ultra grandes tienen 15,2 metros de calado medio y los mayores 17 metros) y una superficie total de almacenamiento de 72.400 metros cuadrados. Según la dirección, el puerto del Pireo es el único de Europa que puede acoger simultáneamente cuatro megacontenedores. La terminal de automóviles es uno de los mayores centros de tránsito de automóviles del Mediterráneo oriental, el Mar Negro y el norte de África, con un tráfico de 650.000 vehículos al año, incluidos los de los principales fabricantes de automóviles. PPA también gestiona cinco diques secos para actividades de reparación naval, un centro logístico de 10.000 metros cuadrados y activos inmobiliarios, tanto en la zona portuaria como fuera de ella.

PPA SA es la entidad jurídica que opera el Puerto de El Pireo. El Gobierno griego y PPA SA firmaron en febrero de 2002 un Acuerdo de Concesión inicial de 40 años, por el que el Estado griego transfería a la empresa su derecho exclusivo de uso y explotación de los terrenos, edificios e instalaciones de la zona portuaria del Puerto del Pireo. En noviembre de 2008, la duración del Acuerdo de Concesión se prorrogó 10 años, hasta 2018. PPA SA paga actualmente a la República Helénica un canon de concesión anual del 3,5% de las ventas consolidadas, con un mínimo de 3,5 millones de euros.

En 2008, PPA SA quiso modernizar el Muelle II y construir el Muelle III para ampliar su capacidad. Invitaron a licitadores para que les ayudaran a financiar sus planes de expansión y mejorar la utilización del puerto. Tras una licitación internacional, se adjudicó a PCT SA, filial griega de Cosco, un acuerdo de concesión de 35 años por una contraprestación inicial de 50 millones de euros y PPA recibiría una contraprestación anual fija hasta 2021. El acuerdo fue sustituido por el pago de una contraprestación variable del 24,5% de los ingresos más un canon fijo de 12 millones por parte de PCT.

En abril de 2016, el Fondo de Desarrollo de Activos de la República Helénica, el principal accionista de PPA SA, y Cosco firmaron un Acuerdo de Compra de Acciones para la adquisición de una participación del 51% por un valor de empresa de 280 millones de euros (valor de capital de €256m o €21 por acción) y se comprometieron a un programa de inversión obligatoria de €293,8 millones durante cinco años. En octubre de 2021, Cosco aumentó su participación del 51% al 67% a cambio de 88 millones de euros más

² Twenty-foot Equivalent Unit

11,9 millones en intereses acumulados y una carta de garantía de 29 millones.

En virtud del acuerdo de concesión entre PPA S.A. y la República Helénica, la empresa está obligada a ejecutar 293,8 millones de euros de inversiones obligatorias para el primer periodo de inversiones y 56 millones para el segundo, mientras que las inversiones voluntarias adicionales ascienden a 167 millones. Hasta finales de 2023, se han realizado inversiones obligatorias por valor de 155,5 millones de euros, que se pueden dividir en 75,3 millones para proyectos terminados, 70,6 millones para los proyectos en construcción y 9,7 millones para pagos anticipados. De los restantes 138,3 millones de euros, los 103 millones están relacionados con la expansión de la terminal de pasajeros, que cuenta con un 95% de financiación de la UE. Sobre la base de las expectativas de la dirección, el PPA dispone de aproximadamente 60 millones de euros capex durante los próximos tres años que deberían ser financiados por flujos de efectivo.

Los principales riesgos empresariales son una disminución del comercio internacional y específicamente el comercio con Grecia y la región meridional del Mediterráneo. La geopolítica es otro riesgo claro, por ejemplo, los ataques houthis contra el transporte marítimo en el Mar Rojo están afectando claramente los volúmenes, ya que es el primer puerto importante después del cruce de Suez. En la actualidad, esto está algo atenuado por una fuerte economía griega y el hecho de que la modificación de la red de transbordo y distribución de contenedores no se puede hacer en un periodo muy corto de tiempo, ya que existen acuerdos contractuales a largo plazo con terminales para una mejor tarificación y los clientes tienen sus propias preferencias.

En general, creemos que tenemos una empresa con ventaja competitiva que está terminando un gran programa de inversión, manteniendo al mismo tiempo aproximadamente el 25% de su capital de mercado en efectivo neto al negociar con un rendimiento de flujo de efectivo libre de dos dígitos. Nos gusta la recompensa del riesgo, y creemos que en los próximos años se logrará un mayor pago de dividendos.

Como se indicó en nuestras cartas anteriores, actualmente no cobraremos una cuota de gestión hasta que el fondo alcance un tamaño mayor. La tasa de gestión de clase del fundador será entonces sólo el 1% de los activos. No cobramos comisiones de entrada o salida.

Nuestro enfoque es y sigue siendo en la cartera, pero necesitamos aumentar nuestros activos a un nivel sostenible. Por favor, 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 hacer pedidos 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 sitio web. Puede contactar con el equipo Cobas en **+34 91 755 68 00** o **international@cobasam.com**

Nuestro fondo puede ser invertido a través de ambas dependencias centrales de valores internacionales europeas: Euroclear y su plataforma de compensación



FundSettle y Clearstream a través del sistema de liquidación de fondos Vestima. Nuestro fondo está registrado para la distribución en el Reino Unido, España y Luxemburgo, incluida la distribución al por menor.

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

En el Reino Unido nos ofrecemos en la plataforma low-cost de AJ Bell ajbell.co.uk y podemos ser parte de un ISA o una pensión.

Nuestro fondo también está disponible en SwissQuote swissquote.com donde casi cualquier nacionalidad (ex-Estados Unidos) puede abrir una cuenta sin que los impuestos suizos locales sean un problema.

Si tiene problemas 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 está siendo ofrecido como parte de un fondo de fondos orientado al valor de las pensiones españolas. Siga este [enlace](#) para saber más.

Le agradecemos su constante apoyo. Seguimos creyendo que este es un gran momento para ser un inversionista de valor y estamos muy entusiasmados con las perspectivas a mediano plazo para la cartera actual.

En otras noticias, la niña de Konstantinos fue bautizada en junio, seguida de una fiesta de cócteles junto al mar para celebrar el día, y Diana está disfrutando de que su madre se quede con ella durante el verano.

Atentamente,

Palm Harbour Capital



This information is being communicated by Palm Harbour Capital LLP which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. This material is for information only and does not constitute an offer or recommendation to buy or sell any investment or subscribe to any investment management or advisory service.

In relation to the United Kingdom, this information is only directed at, and may only be distributed to, persons who are "investment professionals" (being persons having professional experience in matters relating to investments) defined under Articles 19 & 49 of Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 & Articles 14 & 22 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemption) Order 2001 and/or such other persons as are permitted to receive this document under The Financial Services and Markets Act 2000.

Any investment, and investment activity or controlled activity, to which this information relates is available only to such persons and will be engaged in only with such persons. Persons that do not have professional experience should not rely or act upon this information unless they are persons to whom any of paragraphs (2)(a) to (d) of article 49 apply to whom distribution of this information may otherwise lawfully be made.

With investment, your capital is at risk and the value of an investment and the income from it can go up as well as down, it may be affected by exchange rate variations, and you may not get back the amount invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance and where past performance is quoted gross then investment management charges as well as transaction charges should be taken into consideration, as these will affect your returns. Any tax allowances or thresholds mentioned are based on personal circumstances and current legislation, which is subject to change.

We do not represent that this information, including any third-party information, is accurate or complete and it should not be relied upon as such. Opinions expressed herein reflect the opinion of Palm Harbour Capital LLP and are subject to change without notice. No part of this document may be reproduced in any manner without the written permission of Palm Harbour Capital LLP; however recipients may pass on this document but only to others falling within this category. This information should be read in conjunction with the relevant fund documentation which may include the fund's prospectus, simplified prospectus or supplement documentation and if you are unsure if any of the products and portfolios featured are the right choice for you, please seek independent financial advice provided by regulated third parties.