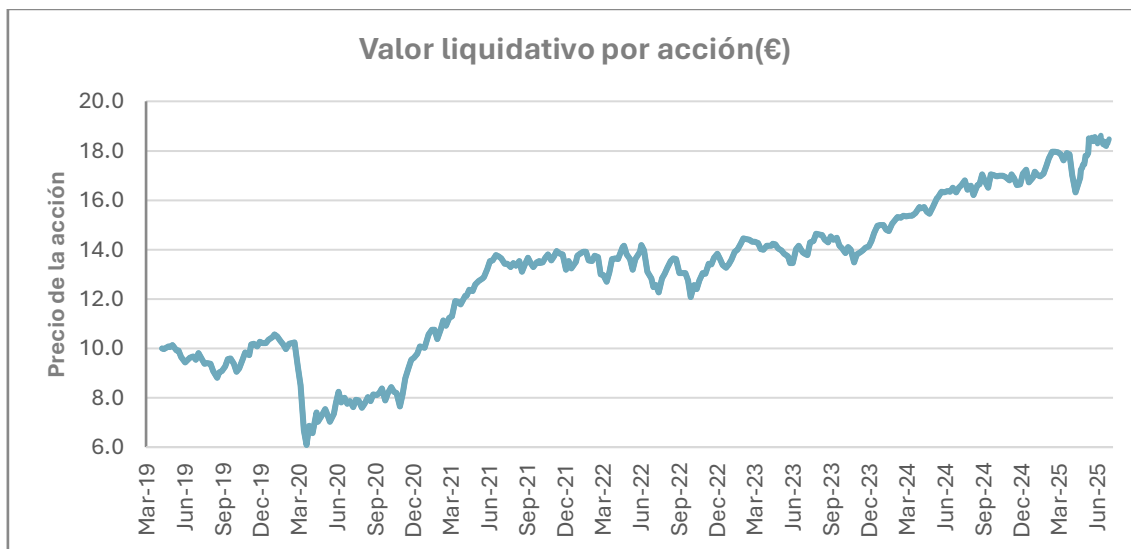




PALM HARBOUR CAPITAL

Estimados inversores:

Durante el segundo trimestre, el fondo obtuvo una rentabilidad bruta¹ del 5,97 % (30/6/2025). No disponemos de un índice de referencia establecido en nuestro Documento de datos fundamentales para el inversor (KIID) y, por lo tanto, no podemos comentar el rendimiento relativo. Dejamos que sea usted quien decida. Observamos que la cifra anterior parece superior a los índices de referencia europeos y mundiales. Nuestro último valor liquidativo declarado al final del trimestre fue de 18,47 (30/06/2025), un +3,47 % más que el valor liquidativo más cercano declarado al final del primer trimestre, que fue de 17,85 (27/03/2025). Esto sitúa la rentabilidad del valor liquidativo en lo que va de año en un +9,2 % (del 27/12/2024 al 30/06/2025). La rentabilidad del valor liquidativo desde el inicio hasta el final del trimestre fue del 84,7 %, lo que supone una rentabilidad anual compuesta del 10,3 %. Somos muy optimistas sobre las perspectivas de nuestra cartera y creemos que alcanzaremos nuestra aspiración de rentabilidad compuesta con el tiempo. La composición de nuestro fondo no se parece a la de ningún índice, por lo que es poco probable que obtengamos un rendimiento similar.



¹ Nuestro VNA (Valor Liquidativo) fue calculado semanalmente por FundPartner Solutions, filial de Pictet & Cie, y no se alineó con los informes mensuales ni trimestrales. Nuestro VNA desde finales de abril de 2025 se calcula diariamente, pero las cifras históricas son semanales. La rentabilidad bruta indicada es neta de impuestos y comisiones, pero antes de algunos gastos del fondo, que actualmente ascienden a aproximadamente 12 puntos básicos trimestrales con los activos bajo gestión (AUM) actuales. Prevedemos que esta cifra disminuya a medida que aumenten los AUM. Consulte nuestro comentario sobre las comisiones de gestión.

El segundo trimestre fue otra montaña rusa para la confianza de los inversores y, por lo tanto, para el mercado bursátil. Comenzando con los anuncios arancelarios del «Día de la Liberación» y el rápido aplazamiento de dichos aranceles tan pronto como los mercados bursátiles y de bonos comenzaron a entrar en pánico, el mercado se desplomó y luego se estabilizó. Sin embargo, la posterior recuperación total del mercado, los nuevos máximos históricos, las nuevas entradas récord en los ETF apalancados, los nuevos máximos del bitcoin, el auge de las acciones meme y otros productos altamente especulativos llevan a pensar que la mayoría de los participantes en el mercado han perdido la cabeza o, al menos, la capacidad de valorar el riesgo de forma sensata. El cortoplacismo del mercado, con el «compra en la caída» impulsado por los minoristas y sin recuerdos de crisis pasadas, parece indicar que el mercado está compuesto en su mayoría por indexadores pasivos o apostadores. ¿Dónde quedó la asignación reflexiva de capital a las empresas para obtener ganancias a largo plazo?

No hacemos predicciones sobre la dirección futura de la economía, pero no vemos cómo los aranceles, independientemente de cómo se apliquen finalmente, pueden ser beneficiosos. La incertidumbre hace que sea casi imposible para las empresas realizar una planificación sensata, y podemos imaginar fácilmente una desaceleración económica (a pesar de que hasta ahora hay pocos indicios de ello). Podríamos estar equivocados, pero afortunadamente nuestro enfoque de inversión no nos obliga a ser pronosticadores macroeconómicos (donde creemos que nadie tiene ventaja). También consideramos que el «gran y hermoso proyecto de ley» es altamente inflacionario y nos preocupa la sostenibilidad de la deuda pública en el mundo desarrollado. Las ratios de deuda sobre el PIB se encuentran en niveles propios de tiempos de guerra y los intereses de la deuda consumen una parte cada vez mayor de los presupuestos públicos. Tras el loco año 2021 y la década de represión financiera e inflación de activos que lo precedió, pensábamos que quizá volveríamos a una especie de normalidad. Pero no, parece que hemos perdido completamente el rumbo. El plan parece ser devaluar el dólar y, diría yo, reducir la deuda, pero ni siquiera creo que estemos intentando hacerlo! Parece que estamos encantados de seguir aumentando la deuda mientras continuamos inflacionando.

Los magos de la Casa Blanca parecen pensar que deberíamos reducir los tipos, a pesar de la posibilidad de una inflación superior a la media, y reducir la deuda en lugar de recortar gastos y pagarla. Actualmente tenemos poca exposición al dólar estadounidense e invertimos en empresas que creemos que pueden subir los precios, superar la inflación y aumentar la riqueza a largo plazo. Sin embargo, nuestra exposición actual a EE. UU. dista mucho de basarse en una perspectiva inflacionista o económica, sino más bien en la valoración. Para ser justos, el mercado es muy pesimista con respecto al dólar, por lo que las posibilidades de una reversión no son descabelladas. Pero tener valoraciones optimistas en un mercado que se enfrenta a la posibilidad de

una desaceleración económica debido a la alta inflación y las guerras arancelarias parece arriesgado. Simplemente creemos que hay tantas oportunidades globales con valoraciones buenas o excelentes que solo están marginalmente expuestas a estos problemas que preferimos buscar en otros lugares por el momento. Es un buen momento para ser un inversor global en empresas de pequeña capitalización.

Ocean Wilson, presentada en nuestra carta del tercer trimestre de 2023, completó la venta de su participación del 56,47 % en Wilson, Sons (PORT3 BS) y recibió 594 millones de dólares en efectivo. A continuación, pagó un dividendo de 0,59 dólares por acción en julio de 2025 (además de los 1,22 dólares por acción pagados en mayo de 2025). La empresa, tal y como se estableció en marzo de 2025, inició entonces una oferta pública de adquisición del 20 % de las acciones. Sin embargo, la oferta pública de adquisición oscilaba entre 15,43 y 17,36 libras esterlinas por acción, muy por debajo del valor liquidativo de 19,61 libras esterlinas por acción, sin incluir los dos dividendos. Esto obliga a algunos grandes accionistas a buscar liquidez y a vender al precio de oferta más bajo. Se trata claramente de una maniobra planificada que no es más que una transferencia de riqueza de los accionistas de Ocean Wilson a la familia controladora. Las acciones se fusionarán entonces con el fondo de inversión cotizado de la familia, Hansa Investment Company Limited (HAN LN y HANA LN). Hansa cotiza con un descuento muy elevado respecto al valor liquidativo, probablemente debido a tener dos clases de acciones (una con el voto controlado por la familia), que son acciones ilíquidas y costes elevados (el gestor es una entidad familiar, que a su vez invierte en fondos, lo que supone una doble comisión de gestión). Es probable que otro motivo del elevado descuento sea su rendimiento bastante pobre. Creemos que los miembros independientes del consejo de administración de Ocean Wilson, incluida la presidenta, son claramente no independientes. Es evidente que lo mejor para los accionistas minoritarios sería la liquidación o, como mínimo, la posibilidad de salir con un valor liquidativo relativamente líquido y fácilmente identificable. En cambio, optaron por permitir una fusión muy desfavorable para los accionistas de Ocean Wilson. Creemos que el descuento de Hansa no mejorará, ya que la familia ha demostrado que antepone sus propios intereses a los de los accionistas minoritarios. No entendemos por qué alguien querría invertir junto a ellos en fondos de bajo rendimiento (y pagarles una comisión de gestión).

Dicho esto, Ocean Wilson fue una inversión exitosa para el fondo, ya que aportó más de 460 puntos básicos (+87 %) durante nuestro periodo de tenencia de dos años, lo que la convirtió en una de las inversiones con mejor rendimiento del fondo. El negocio portuario y de remolcadores brasileño fue fantástico, y es una pena que no vaya a salir a bolsa. En un mundo mejor, la familia debería haber escindido las acciones y vendido su participación en bloques al mercado si quería salir. Mantuvimos un par de conversaciones telefónicas con la presidenta para expresarle nuestra opinión.

Lamentablemente, nos quedamos con la inevitable impresión de que ella sabe muy bien que está al servicio de la familia.

Consideramos la posibilidad de escribir cartas públicas y armar un escándalo en la prensa, pero se trata de una actividad que requiere mucho tiempo y que, debido a las leyes de Bermudas, muy probablemente resultaría ineficaz. Creemos que son muy pocos los inversores que luchan por este tipo de cosas, por lo que los equipos directivos o los accionistas mayoritarios suelen pensar que pueden expulsar a los inversores minoritarios. Entendemos que una inversión suele ser una pequeña parte de una cartera y que vender es más fácil que luchar por lo que es justo. Esto es especialmente problemático cuando existe la amenaza de acciones legales, daño a la reputación y una gran pérdida de recursos. Sin embargo, este tema es doblemente importante dado el auge de la inversión pasiva, en la que no se hace ningún esfuerzo por interactuar con las empresas y luchar por los derechos de los inversores. Nos parece extraño que cuanto más grande es la gestora de inversiones (y más recursos tiene), menos probable es que se comprometa. Estaremos encantados de escuchar sugerencias para resolver este problema.

En nuestra carta del primer trimestre de 2025 mencionamos que nuestro grupo hotelero irlandés, Dalata, había anunciado una revisión estratégica del negocio en marzo de 2025. Antes del anuncio, la empresa noruega Eiendomsspar AS había superado el 3 % de participación en Dalata en octubre de 2024 y luego aumentó su participación al 8,48 % en enero. Eiendomsspar AS es una empresa noruega que posee 11 hoteles y gestiona 2 hoteles en Noruega. También posee una participación del 14,8 % en la empresa cotizada Scandic Hotels (SHOT SS) y una participación del 36 % en la empresa cotizada propietaria de hoteles Pandox AB (PNDXB SS). Posteriormente, formaron un consorcio y presentaron una oferta al consejo de administración de Dalata por 6,05 euros a principios de junio de 2025. El consejo la rechazó por considerarla demasiado baja y afirmó que el consorcio había decidido no participar en el proceso de venta formal. Además, señaló que estaba en conversaciones con otras partes que habían presentado propuestas de adquisición. Supusimos que eso significaba que tenían ofertas superiores a esa cantidad. El consorcio siguió comprando más acciones en el mercado a un precio de hasta 6,40 €. Tras el cierre del trimestre, el consorcio llegó a un acuerdo para comprar la empresa por 6,45 € por acción. Aunque esta cifra era significativamente superior al precio de mercado antes de la revisión estratégica, seguía representando un descuento sustancial con respecto al valor de los hoteles propiedad de Dalata, por no hablar del valor del negocio operativo y los hoteles alquilados.

Durante el trimestre, compramos una empresa recientemente era escindida del grupo Bolloré, un minorista británico de relojes y joyas y un fabricante textil surcoreano. Vendimos nuestra participación en el operador de casinos de Macao, que teníamos desde hacía mucho tiempo (por desgracia, con pérdidas, ya que no siempre se acierta),

y nuestro fabricante francés de botellas de vidrio, Verallia, que recibió una oferta de BW Gestão de Investimentos Ltda, controlada por la familia brasileña Moreira Salles.

Al final del trimestre, nuestra cartera tenía más de un 97 % de revalorización con respecto a nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba con un PER medio ponderado de 9,1 veces, un rendimiento FCF/EV del 16 % y una rentabilidad sobre el capital tangible del 23 %.

Contributors		Detractors	
Cuckoo	79 bps	Ginebra San Miguel	-45 bps
Lottomatica	79 bps	Ibstock	-43 bps
Piraeus Port Authority	68 bps	International Game Technology	-37 bps
Playtech	63 bps	Esprinet	-27 bps
Telekom Austria	59 bps	Treasure	-25 bps

El principal contribuyente durante el trimestre fue Cuckoo Holdings (+33,8 %, +79 pb), el fabricante surcoreano de arroceras que presentaremos más adelante en esta carta. Cuckoo siguió registrando un crecimiento impresionante, con un aumento de las ventas nacionales del 5,6 % y de las exportaciones del 17,6 % interanual. El beneficio operativo también siguió la misma tendencia, con un crecimiento interanual del 7,3 % en comparación con el primer trimestre de 2024. Cuckoo Holdings posee el 41 % de Cuckoo Homesys (284740 KS), que a su vez posee el 52 % de Cuckoo International (MAL) Bhd (5336 MK), la filial malasia de Cuckoo Homesys, que recientemente salió a bolsa. El motivo de la salida a bolsa es apoyar la expansión del negocio, reducir la deuda y mejorar la visibilidad de la marca. Lo más importante es que la salida a bolsa ofreció a Homesys la oportunidad de monetizar parcialmente su participación y a los inversores la posibilidad de comprender mejor el valor real de la sociedad holding. A pesar de los resultados recientes, vemos un mayor potencial alcista.

El segundo mayor contribuyente fue Lottomatica (+28,1 %, +79 pb), el operador líder italiano de juegos multicanal, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2023. Lottomatica no ha dejado de registrar excelentes cifras en todos los ámbitos, con un aumento interanual del 17 % en las ventas comparables online, del 25 % en la franquicia deportiva y sin cambios en la franquicia de juegos. El EBITDA superó el crecimiento de las ventas, con un crecimiento del 32 % en línea y del 98 % en franquicias deportivas (debido principalmente a un pago favorable), respectivamente. En general,

Lottomatica obtuvo un primer trimestre récord en 2025 en medio de dificultades macroeconómicas, redujo aún más su balance y puso en marcha una recompra de acciones por valor de 500 millones de euros. Mientras tanto, Apollo (a través de Gamma Intermediate sarl) salió de Lottomatica tras vender su participación final del 21 %, lo que eliminó aún más el exceso de oferta de acciones y aumentó la liquidez de las mismas. A pesar del repunte, las acciones siguen teniendo una valoración atractiva.

The third significant contributor was Piraeus Port Authority (+27.7% +68 bps), the Sino-Greek Athens port operator, which we introduced in our second quarter 2024 letter. Durante el trimestre, la empresa presentó unos resultados excepcionales para todo el año y el primer trimestre de 2025. Las ventas crecieron un 5 % al cierre del ejercicio y un 14,6 % interanual en el primer trimestre. Cabe destacar que el EBITDA reflejó este sólido rendimiento, con un aumento del 11,6 % en el conjunto del año y del 14,2 % en el primer trimestre. El excelente rendimiento empresarial dio lugar a un aumento de los dividendos (+43,7 % hasta 1,92 euros por acción). Más recientemente, los datos mensuales sobre el tráfico de contenedores mostraron una contracción del -6,7 % en abril de 2025, pero una posterior recuperación del +5,6 % en mayo en términos interanuales, posiblemente relacionada con las tensiones geopolíticas en la región. La prensa griega ha seguido informando sobre la presión del Gobierno estadounidense para que el accionista chino se desprenda de su participación debido a la importancia estratégica del puerto. Esto ha desencadenado rumores sobre el posible interés de inversores occidentales. Estamos de acuerdo en que este activo altamente estratégico se ofrece a una valoración atractiva, pero sigue siendo incierto si un cambio de propiedad beneficiaría al negocio.

El cuarto mayor contribuyente fue Playtech (+31,7 % +63 pb), el proveedor británico-israelí de tecnología para juegos de azar. Playtech completó la venta de su negocio de consumo italiano, Snaitech, a Flutter Entertainment por 2300 millones de euros. La transacción supuso un cambio estratégico para la empresa, ya que le permitió centrarse en sus operaciones B2B principales, como proveedor de tecnología en la industria mundial del juego. Los ingresos permitieron a Playtech distribuir un dividendo especial de 5,73 euros por acción, lo que supuso aproximadamente el 87 % del precio de la acción el día del anuncio de la operación. A pesar de algunas incertidumbres normativas, la reciente disputa en México y las complejidades de la propiedad, seguimos viendo un importante potencial alcista, incluso en el extremo inferior de las previsiones a medio plazo actualizadas.

El quinto mayor contribuyente fue Telekom Austria (+15,1 %, +59 pb), el grupo de telecomunicaciones austriaco y de Europa del Este, presentado en nuestra carta del primer trimestre de 2023. Los ingresos de Telekom Austria en el primer trimestre de 2025 aumentaron un 3,7 % interanual, impulsados por el aumento de los ingresos por servicios y equipos. Los ingresos por servicios aumentaron en todos los mercados

excepto en Austria, donde la competencia siguió siendo intensa, aunque las presiones del mercado móvil se suavizaron ligeramente. El EBITDA creció un 5,2 % y un 8,1 % si se excluyen los gastos de reestructuración. La dirección reiteró su previsión de crecimiento de las ventas del 2-3 % y adoptó un enfoque más conservador en cuanto a los gastos de capital, posponiendo algunos proyectos debido a las condiciones del mercado.

El principal factor negativo fue Ginebra San Miguel (-8,36 %, -45 pb), la empresa filipina de ginebra y bebidas espirituosas que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2021. Tras un largo periodo de rendimiento notable y una contribución significativa al fondo, Ginebra encabeza la lista de factores negativos. Esto se debe principalmente al tipo de cambio (-6,6 %), ya que el peso filipino cotiza muy cerca del dólar estadounidense y, aunque se apreció frente al dólar durante el trimestre, el rendimiento en euros, la moneda base del fondo, se vio afectado negativamente. El negocio subyacente sigue funcionando bien gracias al aumento tanto del volumen como de los precios. La dirección confirmó la sostenibilidad de los márgenes actuales en una reciente reunión e incluso insinuó una mayor expansión. Seguimos viendo un importante potencial alcista y margen para nuevas distribuciones de capital.

El segundo factor más negativo fue International Game Technology (-9,63 %; -37 pb), el proveedor italoamericano de tecnología para loterías y máquinas recreativas, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020 y actualizamos en nuestra carta del primer trimestre de 2024. El bajo rendimiento se debió principalmente a una pérdida por conversión de divisas del -8,1 % en un activo denominado en dólares al convertirlo a la moneda de referencia del fondo. Esto debería compensarse en cierta medida con los beneficios denominados en euros. En cuanto a las noticias específicas de la empresa, IGT, que pasó a denominarse Brightstar Lottery tras el cierre del trimestre, finalmente ganó la licitación de la lotería italiana. La mala noticia es que la adjudicación supuso un precio mucho más alto de lo que esperábamos nosotros y el mercado. La dirección mantuvo las previsiones de rentabilidad del contrato de lotería recientemente obtenido a pesar de la oposición de los inversores, al tiempo que reconoció los elevados riesgos asociados a la nueva estrategia de crecimiento digital. Creemos que se ha eliminado el obstáculo más importante y que el éxito depende ahora de que la dirección cumpla el objetivo de una TIR de entre el 15 % y el 20 % para el contrato de lotería. Tendrán que demostrarlo con relativa rapidez o el mercado se centrará en las próximas licitaciones y se preocupará por que IGT esté pagando de más. Las acciones han sido un importante factor negativo últimamente. Seguimos esperando que la conclusión de la venta del negocio de juegos y digital, la reducción de la deuda y la devolución de una cantidad considerable de efectivo a los accionistas impulsen a la nueva empresa dedicada exclusivamente a la lotería a una revalorización sustancial en las cifras de flujo de caja libre de 2028.

El tercer factor negativo significativo fue Esprinet (-12 %, -27 pb), el distribuidor italiano de productos electrónicos, presentado en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. Esprinet registró un crecimiento de las ventas del 3,9 % y un sólido margen bruto del 5,6 %, en línea con los últimos ocho trimestres. Sin embargo, el aumento de los costes de personal, impulsado principalmente por los convenios colectivos, junto con las presiones inflacionistas sobre los gastos de marketing y TI, afectaron al margen EBITDA (-42 pb hasta el 1,13 %). La dirección sigue siendo optimista sobre los fundamentos del sector, pero citó un entorno geopolítico y macroeconómico incierto para una previsión decepcionante para 2025 (-3,6 % frente a 2024 en el punto medio). Aunque los resultados de Esprinet en los últimos dos años han sido decepcionantes, en general no son sorprendentes en un contexto de mercado difícil. Seguimos viendo un importante potencial alcista en un entorno de mercado más normalizado.

El cuarto factor negativo fue Istock (-15,4 %, -43 pb), el fabricante británico de ladrillos y productos de hormigón, que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2019. Istock publicó una actualización comercial no programada, en la que destacaba la mejora de las condiciones comerciales, especialmente en el segmento de la construcción residencial nueva. Sin embargo, las presiones sobre los precios y una combinación de productos desfavorable dificultaron las ventas y la recuperación de costes. Los costes se vieron aún más afectados por el aumento de la capacidad adicional. Como resultado, la dirección rebajó su previsión de EBITDA para 2025 de 90-93 millones de libras esterlinas a 77-82 millones. Consideramos que estos retos son temporales. Cabe recordar que Istock opera en un mercado oligopolístico pero cíclico que se enfrenta periódicamente a este tipo de dificultades. Seguimos confiando en la capacidad de la empresa para superar estas condiciones y esperamos un importante repunte cuando se normalice el mercado de la vivienda de nueva construcción.

El quinto factor más negativo fue Treasure ASA (-10,4 %, -25 pb), el vehículo de inversión cotizado en Noruega con una única inversión en Hyundai Glovis (086280 KS), cotizada en Corea. Treasure ASA actúa como un sustituto menos líquido de Hyundai Glovis, con un rendimiento bursátil estrechamente vinculado a esta. En junio de 2023, Wilh. Wilhelmsen Holding ASA lanzó una oferta pública de adquisición para adquirir todas las acciones en circulación de Treasure ASA. A continuación, escribimos al consejo de administración para quejarnos del bajo precio de la oferta y sugerimos convertir las acciones al valor liquidativo. El consejo ignoró nuestra recomendación. No obstante, desde entonces, el precio de las acciones se ha revalorizado en torno a un 50 %, sin contar los 2,1 NOK por acción en dividendos recibidos. Nuestra opinión no ha cambiado desde entonces. Como uno de los mayores inversores de Treasure ASA, nuestro objetivo es ofrecer nuestras acciones a un precio justo que refleje la valoración de los activos subyacentes. La volatilidad a corto plazo del precio de las acciones es la razón

principal por la que Treasure aparece en nuestra lista de detractores, pero esto no es motivo de preocupación.

Cuckoo Holdings (192400-KRX)

Cuckoo Holdings es una sociedad holding con sede en Corea del Sur que posee el 100 % de Cuckoo Electronics, un fabricante de electrodomésticos, y el 40,6 % de Cuckoo Homesys, una empresa de alquiler de electrodomésticos. La familia Koo controla el 64,9 % de la empresa, y Koo Bon-hak, director ejecutivo de Cuckoo Electronics y Homesys, posee una participación del 45,1 %.

Cuckoo Electronics es un fabricante de electrodomésticos especializado en ollas arroceras a presión de estilo coreano, que utilizan una presión de cocción más alta que los modelos de estilo japonés, lo que las hace más adecuadas para las preferencias domésticas. El arroz es un elemento central de la cocina coreana, ya que se consume en casi todas las comidas. Esto hace que las ollas arroceras sean electrodomésticos esenciales en la cocina. Cuckoo es la marca más vendida en Corea desde hace 17 años, con aproximadamente un 70 % de cuota de mercado, y también tiene una presencia cada vez mayor en Estados Unidos, China, Malasia, Singapur e Indonesia. Durante la última década, Cuckoo ha aumentado su facturación en torno a un 4 % anual, debido principalmente al aumento de los precios, la expansión internacional y, más recientemente, a la introducción de categorías de productos adyacentes, como placas de inducción y microondas. Cuckoo ha desarrollado una estrategia omnicanal, con un 37 % de sus ventas generadas en línea y presencia en los principales minoristas de Corea.

Cuckoo Homesys aplica un modelo de alquiler de electrodomésticos surcoreano en el que los suscriptores firman contratos de varios años para alquilar principalmente purificadores de agua y aire, y luego proporcionan los filtros de agua y aire, pero también sillones de masaje y otros electrodomésticos. El modelo de negocio se caracteriza por bajas tasas de abandono, ya que los clientes están vinculados contractualmente a un dispositivo que requiere la sustitución periódica de consumibles de alto margen. Cuckoo Homesys posee una participación del 52 % en Cuckoo International Bhd (5336 MK), la filial malasia que representa el 30 % de las ventas consolidadas y que recientemente ha salido a bolsa. Cuckoo es el segundo actor más importante en Malasia, por detrás de Coway (021240 KS), que cuenta con una cuota de mercado del 62 %. La dirección busca aumentar su cuota de mercado a costa de Coway. La oferta pública inicial respaldará las ambiciones de crecimiento y la

reestructuración financiera de la dirección, al tiempo que podría desbloquear valor. Cabe destacar que Cuckoo Homesys cotiza con un descuento del 50 % respecto a su filial malasia.

Nos atrae la división de electrónica porque, aunque el mercado interno coreano se mantiene estable en tres millones de unidades al año, el enfoque de Cuckoo en la categoría premium permite aumentos de precios respaldados por la calidad y la innovación continua. Los coreanos prefieren las arroceras domésticas adaptadas a las preferencias locales, lo que protege a las empresas nacionales de las amenazas externas. A nivel nacional, Cuckoo compite con Bubang (antes conocida como Cuchen), que tiene aproximadamente la mitad del tamaño de Cuckoo y un historial operativo relativamente pobre. Cuckoo y Bubang representan juntas el 90 % del mercado nacional. La dirección solo ve a Zojirushi (7965 JT) como una amenaza externa, pero cree que sus productos se ofrecen a precios elevados y carecen de capacidades tecnológicas clave.

Cuckoo está clasificada como una "general holding company", una estructura que no goza de muy buena reputación en Corea del Sur, principalmente debido a ejemplos de mala gobernanza corporativa. Estas suelen tener estructuras complicadas y han demostrado una mala asignación de capital. Sin embargo, Cuckoo obtiene una puntuación superior a la media gracias a su largo historial de rendimiento operativo, su estructura más limpia y el compromiso de la dirección con un rendimiento mínimo de los dividendos. Desde su transición a sociedad de cartera en 2018, Cuckoo Holdings ha aumentado constantemente sus dividendos. La dirección tiene como objetivo seguir aumentando el dividendo, lo que apoyamos dada la baja ratio de pago.

A pesar de los satisfactorios resultados obtenidos desde nuestra inversión, las acciones siguen cotizando a menos de 7 veces los beneficios, excluyendo el efectivo neto, y cerca de un valor empresarial negativo debido a la participación del 40,6 % en Cuckoo Homesys. Dicho de otro modo, creemos que el negocio operativo más la participación en Homesys más las posiciones de efectivo neto deberían valorarse al menos al doble de la capitalización bursátil actual.

Como se mencionó anteriormente, el fondo pasó a cotizar diariamente a finales de abril de 2025. También hemos lanzado una clase de acciones sin cobertura en libras esterlinas en mayo de 2025. Dado el tamaño actual del fondo, los costes del fondo han disminuido en porcentaje de los activos y hemos establecido una comisión de gestión de 50 puntos básicos (0,5 %) a partir de mayo de 2025, ya que creemos que el coste total para el inversor será razonable (alrededor del 1 %). La comisión de gestión de la clase del fundador es de hasta el 1 % de los activos, pero actualmente no tenemos



planes de aumentar la comisión de gestión, ya que queremos mantener bajos los costes totales. No cobramos comisiones de entrada ni de salida.

Nuestro enfoque sigue estando en la cartera, pero necesitamos aumentar nuestros activos hasta un nivel sostenible. No dude en compartir esta carta con cualquier inversor potencial.

Tenemos un acuerdo comercial con Cobas Asset Management para distribuir nuestro fondo en España. Ahora puede abrir una cuenta y realizar órdenes con ellos. Para obtener más información, póngase en contacto con ellos por teléfono o correo electrónico. En el futuro, esperamos que sea posible hacerlo a través de su sitio web. Puede ponerse en contacto con el equipo de Cobas en el +34 91 755 68 00 o en sopORTEinstitucional@cobasam.com

Se puede invertir en nuestro fondo a través de los dos depositarios centrales de valores internacionales europeos: Euroclear y su plataforma de compensación FundSettle, y Clearstream a través de la plataforma de compensación de fondos Vestima. Nuestro fondo está registrado para su distribución en el Reino Unido, España y Luxemburgo, incluida la distribución minorista.

Otros distribuidores en España donde se ofrece nuestro fondo son: Renta 4, myinvestor, Ironia, Lombard Odier, Creand, así como muchas otras instituciones que trabajan a través de las principales plataformas en las que el fondo está disponible bajo petición:

Allfunds Bank e Inversis. En el Reino Unido, se nos ofrece en la plataforma de bajo coste AJ Bell ajbell.co.uk y puede formar parte de una cuenta ISA o de una pensión. El sitio web de Interactive Broker en el Reino Unido ahora permite abrir una cuenta de negociación y una cuenta ISA.

Nuestro fondo también está disponible en Interactive Brokers interactivebrokers.com, donde se puede abrir una cuenta en casi cualquier jurisdicción (el fondo no está disponible en los Estados Unidos). SwissQuote swissquote.com también ofrece acceso en casi todo el mundo, donde prácticamente cualquier nacionalidad (excepto EE. UU.) puede abrir una cuenta sin que los impuestos locales suizos supongan un problema.

Si tiene algún problema para encontrar nuestro fondo o desea obtener más información sobre nosotros y nuestro proceso, póngase en contacto con nosotros en IR@palmharbourcapital.com.

Nuestro fondo se ofrece como parte de un fondo de fondos español orientado al valor de las pensiones. Siga este [enlace](#) para obtener más información.



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

Por otra parte, Diana acaba de graduarse con una licenciatura (con honores) en Historia del Arte y Culturas Visuales. ¡Enhorabuena, Diana!

Atentamente,
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 ni una recomendación para comprar o vender ninguna inversión ni para suscribirse a ningún servicio de gestión o asesoramiento de inversiones.

En relación con el Reino Unido, esta información solo está dirigida y solo puede distribuirse a personas que sean «profesionales de la inversión» (es decir, personas con experiencia profesional en asuntos relacionados con inversiones) según se definen en los artículos 19 y 49 de la Orden de 2001 sobre servicios y mercados financieros (promoción financiera) de 2000 y en los artículos 14 y 22 de la Orden de 2001 sobre servicios y mercados financieros (Promoción de Planes de Inversión Colectiva) (Exención) de 2001 y/o a aquellas otras personas a las que se les permite recibir este documento en virtud de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000.

Cualquier inversión, actividad de inversión o actividad controlada a la que se refiera esta información solo está disponible para dichas personas y solo se llevará a cabo con ellas. Las personas que no tengan experiencia profesional no deben 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, a las que se les pueda distribuir legalmente esta información.

Con la inversión, su capital está en riesgo y el valor de una inversión y los ingresos que genera pueden subir o bajar, pueden verse afectados por las variaciones del tipo de cambio y es posible que no recupere el importe invertido. El rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro y, cuando se cita el rendimiento pasado bruto, deben tenerse en cuenta los gastos de gestión de la inversión y los gastos de transacción, ya que estos afectarán a su rentabilidad. Las desgravaciones fiscales o los umbrales mencionados se basan en circunstancias personales y en la legislación vigente, que está sujeta a cambios.

No garantizamos que esta información, incluida la información de terceros, sea exacta o completa, y no debe considerarse como tal. Las opiniones expresadas en este documento reflejan la opinión de Palm Harbour Capital LLP y están sujetas a cambios sin previo aviso. Ninguna parte de este documento puede reproducirse de ninguna manera sin el permiso por escrito de Palm Harbour Capital LLP; sin embargo, los destinatarios pueden transmitir este documento, pero solo a otras personas que pertenezcan a esta categoría. Esta información debe leerse junto con la documentación pertinente del fondo, que puede incluir el folleto del fondo, el folleto simplificado o la documentación complementaria, y si no está seguro de si alguno de los productos y carteras presentados es la opción adecuada para usted, solicite asesoramiento financiero independiente proporcionado por terceros regulados.