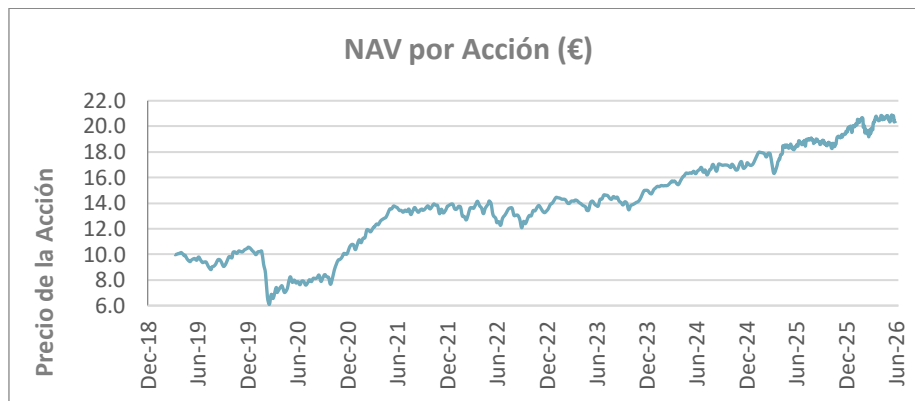




Queridos inversores,

Durante el segundo trimestre, el fondo obtuvo una rentabilidad del **4,66%** (30/06/2026). No contamos con un índice de referencia declarado en nuestro Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID), por lo que no podemos comentar sobre la rentabilidad relativa. Dejamos esa valoración a su criterio. Observamos que la cifra anterior parece inferior a la de los índices de referencia europeos y globales. Nuestro último valor liquidativo (NAV) comunicado al cierre del trimestre fue de **20,42** (30/06/2026), lo que representa un incremento del **4,66%**¹ respecto al NAV más cercano comunicado al cierre del primer trimestre, de **19,51** (31/03/2026). Esto sitúa nuestra rentabilidad del último año en **+10,6%** (30/06/2026 frente a 30/06/2025). Nuestra rentabilidad anual compuesta a cinco años es del **8,3%**, mientras que la rentabilidad acumulada desde el lanzamiento del fondo hasta el cierre del trimestre es del **104,2%**, equivalente a una rentabilidad anual compuesta del **10,4%**.

Somos extremadamente optimistas respecto a las perspectivas de nuestra cartera y creemos que alcanzaremos nuestro objetivo de rentabilidad anual compuesta con el tiempo. La composición de nuestro fondo no se parece a la de ningún índice y es poco probable que su comportamiento sea similar.



¹ Nuestro valor liquidativo (NAV, *Net Asset Value*) era calculado semanalmente por **FundPartner Solutions**, filial de **Pictet & Cie**, por lo que no coincidía necesariamente con las fechas habituales de publicación de informes mensuales o trimestrales. Desde finales de abril de 2025, nuestro NAV se calcula diariamente; sin embargo, las cifras históricas anteriores continúan basándose en cálculos semanales. Rogamos consulte asimismo nuestros comentarios relativos a las comisiones de gestión.

El fondo tuvo un comportamiento relativamente moderado durante el trimestre, recuperándose en gran medida de la caída provocada por la venta masiva relacionada con la guerra en marzo y alcanzando nuevos máximos en mayo. Sin embargo, durante junio el fondo tuvo un desempeño inferior, especialmente debido a nuestra exposición a Asia. Nuestro peor comportamiento en la región respondió más a una cuestión de estilo de inversión que a factores geográficos. Mientras el capital se concentraba en un reducido grupo de empresas tecnológicas, numerosas compañías atractivamente valoradas en Corea, Japón, Indonesia y Filipinas registraron una evolución bursátil más débil a pesar de que sus fundamentos operativos permanecieron prácticamente inalterados. En nuestra opinión, estos fundamentos siguen siendo sólidos, pero el mercado pareció centrarse en noticias de corto plazo y en temáticas muy promocionadas. Además, la recuperación del dólar estadounidense redujo el apetito de los inversores por los mercados emergentes en general. Los países con mayores necesidades de financiación externa, como Indonesia, suelen ser más sensibles a la fortaleza del dólar y a unos mayores rendimientos de los bonos estadounidenses.

Cabe destacar la decisión de Corea del Sur, en mayo, de permitir ETFs apalancados sobre acciones individuales. De repente, nuestras inversiones coreanas —generalmente compañías infravaloradas y fuera del favor del mercado— se volvieron aún más impopulares, ya que muchos inversores vendieron estas acciones para invertir en los nuevos ETFs. Esto provocó (y sigue provocando al momento de escribir esta carta) movimientos de precios absurdamente amplios casi a diario en las dos acciones favoritas del mercado, mientras que el resto del mercado quedó prácticamente olvidado. ¿Para qué invertir cuando se puede apostar? Naturalmente, estas acciones están relacionadas con el fenómeno de la inteligencia artificial, que también experimenta oscilaciones de precios extraordinarias. Seguimos observando estos movimientos con cautela y permanecemos centrados en nuestro mandato de largo plazo: generar rentabilidades compuestas, no participar en un casino. También observamos en el siguiente artículo de Bloomberg² con cierta ironía que los inversores en estos ETFs ya habían perdido más del 40% en pocas semanas. Asimismo, nos hizo gracia un reciente artículo del *Korea Herald*³ según el cual emisores estadounidenses podrían lanzar ETFs apalancados sobre los nuevos ADR de SK Hynix para supuestamente “extender el descubrimiento de precios más allá del horario bursátil coreano”. Hablar de “descubrimiento de precios” mediante un producto apalancado al doble y reajustado diariamente resulta, francamente, absurdo.

² [Bloomberg](#)

³ [Korea Herald](#)

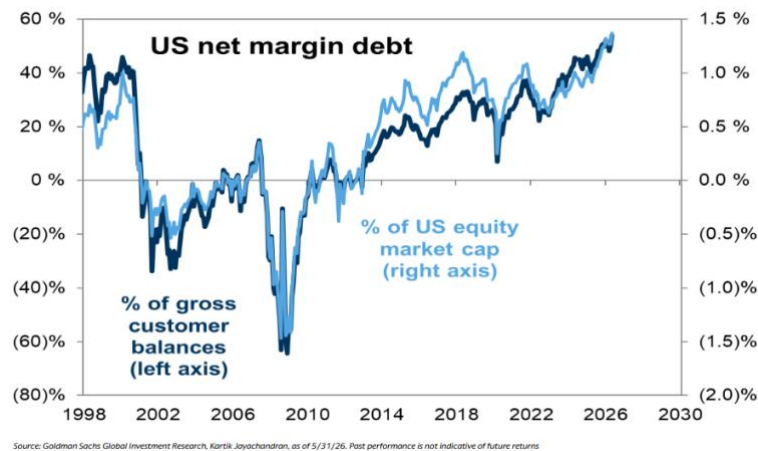
Las compañías poco escrupulosas que nos dicen que las opciones de vencimiento diario, los ETFs apalancados y los mercados de predicción están democratizando la inversión — mientras cobran comisiones exorbitantes— están haciendo un enorme daño. Como siempre, un necio y su dinero no tardan en separarse. Esto es simple y llanamente juego, y al menos temporalmente distorsiona los mercados para quienes los utilizamos con su propósito original.

Demasiados participantes difuminan la línea que separa la inversión, la especulación y el juego. Invertir significa comprar un activo que genera flujos de caja y valorarlo descontando los flujos de efectivo futuros a una tasa acorde con el riesgo; las acciones, los bonos y los bienes inmuebles son ejemplos clásicos. También implica un horizonte temporal más largo y una comprensión real de aquello que se posee, ya sea de forma directa o a través de un gestor. Especular consiste simplemente en comprar algo con la esperanza de que otra persona esté dispuesta a pagar más por ello en el futuro. Se puede especular con activos tradicionales ignorando su valor intrínseco y basándose exclusivamente en el sentimiento del mercado o en la inercia de los precios (*momentum*). También se puede especular con bienes que no generan flujos de caja —como el vino, el arte o las criptomonedas—, cuyo valor depende únicamente de los gustos y de la psicología colectiva. El juego, por su parte, es algo diferente: normalmente no se posee ningún activo, sino que se realiza una apuesta sobre un resultado determinado, por lo general en un entorno de suma cero en el que la casa tiene ventaja. Las opciones, la mayoría de los mercados de predicción y los ETF apalancados sobre una sola acción con reajuste diario entran en esta categoría. Algunos de estos instrumentos tienen usos legítimos como herramientas de cobertura, pero la mayoría de los productos más recientes que se están impulsando en el mercado no los tienen. Las opciones, gran parte de los mercados de predicción y los ETFs apalancados sobre acciones individuales con reajuste diario encajan en esta última categoría. Algunos instrumentos tienen usos legítimos como cobertura, pero la mayoría de los productos más recientes que se están promocionando en el mercado no los tienen.

El nivel de apalancamiento en los mercados es actualmente extremo⁴⁵. Los productos apalancados están de moda y tanto las opciones de vencimiento diario (*zero-day options*) como los instrumentos apalancados sobre acciones individuales están registrando volúmenes de negociación enormes. Desgraciadamente, el apalancamiento no solo sirve para amplificar las ganancias, sino también las pérdidas.

⁴ [Federal Reserve](#)

⁵ [A Wealth of Common Sense](#)



También nos preocupa profundamente que los flujos llamados “pasivos” estén convirtiéndose en la fuerza dominante del mercado, alimentando aún más el momentum y generando concentraciones extremas en los índices. No es necesario volver a repetir lo que muchas personas inteligentes ya han señalado anteriormente, pero consideramos que tanto la reflexión de Simon Evan-Cook⁶ sobre la inversión pasiva como las observaciones de Terry Smith⁷ sobre este tema son especialmente relevantes en el mercado actual.

Seguimos vigilantes y fieles a nuestro proceso de inversión paciente, de largo plazo y basado en fundamentos. Invertimos exclusivamente en empresas que generan efectivo, que entendemos bien y que cotizan a valoraciones muy razonables. Creemos que este enfoque nos beneficiará a largo plazo. De hecho, pensamos que son precisamente nuestras empresas más pequeñas, ignoradas por el mercado y fuera de los grandes índices, las que se comportarán mejor en la mayoría de los escenarios durante los próximos años.

Nuestra participada Norma continúa devolviendo a los accionistas una parte de los ingresos obtenidos por la venta de su negocio de agua a comienzos de 2026, operación que generó 650 millones de euros de ingresos netos. Tras completar en abril una primera recompra pública de acciones por importe de 52,8 millones de euros, la compañía anunció el 22 de mayo y posteriormente aprobó en la Junta General de Accionistas del 1 de julio una segunda recompra, de mayor tamaño y ampliamente esperada, con el objetivo de elevar el retorno total al accionista hasta los 260 millones de euros prometidos. Norma adquirirá las acciones con una prima sobre el precio de mercado de hasta el 30% respecto al precio bursátil del período de referencia, siempre que dicho precio no supere la valoración calculada según el estándar IDW S1, que ascendía a 20,87 euros por acción a 31 de marzo. Esperamos que el

⁶ [Simon Evan-Cook: 22 notes and queries on passive investing](#)

⁷ [Terry Smith 1H26 Letter to Investors](#)

precio final de recompra se sitúe muy cerca de ese límite máximo y nos estamos preparando para participar activamente en la negociación de los derechos de venta si identificamos oportunidades atractivas de valoración. Una vez concluida la recompra y amortizadas las acciones adquiridas, la nueva Norma será una empresa de menor tamaño, pero seguirá siendo económicamente viable. Será necesario realizar un trabajo minucioso a nivel de plantas productivas para mejorar la estructura de costes, aunque no nos parece imposible que la compañía vuelva a alcanzar un margen EBIT del 10% en 2029 o 2030. El reciente anuncio del relevo en la dirección financiera (CFO) y la elección de un representante del inversor activista Teleios para el consejo de supervisión constituyen señales alentadoras.

Uno de nuestros pequeños productores de petróleo y gas recibió una oferta de adquisición durante el trimestre. Sin embargo, dadas las limitaciones de liquidez y la posibilidad de una oferta superior, preferimos no revelar su identidad por el momento. Añadimos una empresa cementera mexicana y dos compañías asiáticas de menor tamaño, posiciones que seguimos incrementando hasta alcanzar el peso deseado. Vendimos nuestra posición en BW Energy, pues consideramos que la cotización había adelantado en exceso sus fundamentos de largo plazo. También vendimos nuestra inversión en M Dias Branco, la compañía brasileña de alimentación envasada. El entorno de consumo en Brasil se ha deteriorado significativamente este año. Dado que aproximadamente el 60% de las ventas de la compañía se concentra en la región Noreste de Brasil, de menor nivel de renta, la combinación de una elevada inflación alimentaria, el deterioro de la confianza de los consumidores y el alto endeudamiento de los hogares ha dado lugar a un comportamiento de compra mucho más prudente por parte de los consumidores. Nos preocupa la caída de los volúmenes de venta en sus importantes categorías de galletas y crackers (*Cookies & Crackers*) y pasta, que además cuentan con márgenes elevados. Revertir esta tendencia parece ser un proyecto que requerirá mucho más tiempo del que habíamos anticipado inicialmente. Nuestra tesis de inversión original, basada en una mejora de los márgenes gracias a unos precios excepcionalmente altos de las materias primas (principalmente trigo y aceite de palma) y a la debilidad del real brasileño, efectivamente se materializó. Sin embargo, dicha mejora fue muy volátil y quedó eclipsada por las oscilaciones en los volúmenes de venta y por una intensa competencia en precios.

Al cierre del trimestre, nuestra cartera presentaba un potencial alcista superior al 106% respecto a nuestro NAV estimado y cotizaba a PER medio ponderado de 6,6x (ajustado por caja), Rentabilidad FCF/EV del 17%, Rentabilidad sobre capital tangible del 29%.

Contribuidores		Detractores	
Watches of Switzerland	113 bps	Var Energi	-57 bps
Esprinet	84 bps	Jardine	-42 bps
Caltagirone	81 bps	Brightstar Lottery	-39 bps
Vitzrocell	66 bps	Converge	-37 bps
LNA Santé	64 bps	Youngone	-32 bps

La principal contribución positiva del trimestre fue Watches of Switzerland (+59,2%; +113 puntos básicos), el distribuidor británico de relojes de lujo y principal distribuidor autorizado de Rolex a nivel mundial. Tras comunicar un crecimiento del 18% en su negocio estadounidense durante el ejercicio finalizado en abril (o del 24% a tipo de cambio constante), respaldado por una sólida demanda de Rolex y por la aceleración de las ventas de otras marcas de relojería de alta gama, así como por la continua resiliencia de su negocio en el Reino Unido, la cotización reaccionó favorablemente y recuperó los niveles previos a las caídas provocadas por el anuncio de la adquisición de Bucherer en enero de 2024 y por la corrección relacionada con los aranceles de abril de 2025. También contribuyeron positivamente al comportamiento de la acción la reducción de las preocupaciones sobre una posible desintermediación por parte de Rolex, la fortaleza de la demanda de bienes de lujo, así como una menor inquietud respecto a la inflación y a los aranceles. La posición ha aportado una contribución muy significativa desde que iniciamos la inversión durante el denominado “Día de la Liberación” de los aranceles. Consideramos que existe una alta probabilidad de que la compañía continúe generando un crecimiento rentable, impulsado por la fortaleza sostenida de su negocio en Estados Unidos y por la optimización continua de sus operaciones en el Reino Unido.

El segundo mayor contribuidor al resultado del trimestre fue Esprinet (+44,1%; +84 puntos básicos), el distribuidor italiano de productos electrónicos que presentamos por primera vez en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. Los resultados del primer trimestre superaron las expectativas, con un crecimiento de los ingresos del 11% y un aumento del 44% en el EBITDA ajustado, reflejando tanto ganancias de cuota de mercado como una posible aceleración de la actividad ante las expectativas de subidas de precios relacionadas con la memoria. Más concretamente, las ventas brutas de la división Screens crecieron un 13%, impulsadas por la demanda de ordenadores compatibles con Windows 11 y por un incremento de las compras ante la previsión de escasez de memoria. Por otro lado, las ventas brutas de la división Devices permanecieron estables respecto al mismo periodo del año anterior. El negocio de Solutions, de mayor margen (digitalización, computación en la nube y ciberseguridad), también registró un crecimiento del 11% y ya representa el 22% de las ventas totales, lo que indica la continuidad de un crecimiento favorable para los márgenes del grupo. En conjunto, Esprinet sigue estando bien posicionada para beneficiarse

de una recuperación del gasto en tecnologías de la información (IT), especialmente en áreas como la infraestructura de inteligencia artificial, la ciberseguridad y los ciclos de renovación tecnológica.

El tercer contribuidor más importante fue Caltagirone (+22,7%; +81 puntos básicos), el holding italiano cuyo principal activo es Cementir, la compañía cotizada de cemento blanco, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2021. A los precios de cierre del trimestre, Cementir representa el 45% del valor liquidativo (NAV) de Caltagirone, mientras que Generali, la aseguradora italiana, supone aproximadamente otro 25%.

Aunque la evolución bursátil de Cementir fue relativamente moderada debido a que sus resultados del primer trimestre se vieron afectados por unas condiciones meteorológicas desfavorables, Generali se revalorizó un 23,5% durante el trimestre, lo que contribuyó directamente al buen comportamiento de la cotización de Caltagirone. A pesar de la fuerte revalorización acumulada durante los últimos años, Caltagirone sigue cotizando con un descuento del 55% respecto al valor de mercado de la suma de sus participaciones cotizadas (*sum-of-the-parts*), y con un descuento aún mayor respecto a nuestra estimación de valor intrínseco.

El cuarto mayor contribuidor fue Vitzrocell (+12,9%; +66 puntos básicos), el principal fabricante surcoreano de baterías primarias de litio. Como recordatorio, el 51% de sus ventas procede del segmento de redes eléctricas inteligentes (Smart Grid o utilities), el 23% del sector de defensa y el 19% del sector de petróleo y gas. La continuidad de la reciente revalorización parece estar bien respaldada por los fundamentales y aún vemos potencial alcista adicional. Esperamos un crecimiento de doble dígito en el negocio de Smart Grid, impulsado por el fuerte dinamismo observado tanto en Estados Unidos como en Europa. Paralelamente, Vitzrocell mantiene conversaciones activas con el Departamento de Defensa de Estados Unidos para el suministro de baterías térmicas militares destinadas a misiles guiados. Un resultado favorable podría traducirse en la adjudicación de un contrato de gran importancia para la compañía. Por otro lado, el segmento de petróleo y gas debería beneficiarse tanto de la reciente adquisición de Innova como de la importante alteración competitiva provocada por un gran incendio sufrido por el tercer mayor operador del sector en Canadá. Durante el trimestre redujimos nuestra posición aprovechando unos precios que alcanzaron máximos históricos. Sin embargo, posteriormente decidimos volver a aumentar nuestra inversión, ya que la corrección experimentada por la cotización tras devolver parte de sus recientes ganancias mejoró significativamente la relación entre riesgo y rentabilidad potencial.

El quinto mayor contribuidor fue LNA Santé (+24%; +64 puntos básicos), el operador francés de residencias de mayores y centros sanitarios que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2022. LNA Santé registró un sólido comportamiento tras unos robustos resultados del primer trimestre que confirmaron la continuidad de su crecimiento

orgánico. Los ingresos aumentaron un 7,1% (+6,5% de crecimiento orgánico), superando la previsión de la compañía para 2026, que apuntaba a un crecimiento del 5%. Este crecimiento estuvo respaldado por un incremento del 23,1% en el número medio diario de pacientes atendidos en hospitalización domiciliaria, así como por una subida del 0,86% en las tarifas de las residencias de mayores para 2026, sobre una tasa de ocupación que sigue situándose entre las más elevadas del sector. Mientras que las residencias tradicionales y las clínicas francesas continúan enfrentándose a presiones derivadas de los costes y a la incertidumbre en torno a la financiación pública, la hospitalización a domicilio está convirtiéndose rápidamente en el principal motor de crecimiento y rentabilidad del grupo. Seguimos observando una clara diferenciación entre LNA y otras compañías del sector de cuidados de larga duración, lo que refuerza nuestra convicción de que se trata de una empresa con una auténtica historia de crecimiento, y no simplemente de una compañía inmersa en un proceso de reestructuración. La dirección confirmó su objetivo de crecimiento orgánico del 5%, reiteró la ya ampliamente esperada venta de activos inmobiliarios por 50 millones de euros y propuso un dividendo de 0,95 euros por acción, lo que supone un incremento del 46%. Aunque seguimos confiando plenamente en la excelencia operativa de LNA Santé, esperamos nuevas noticias positivas relacionadas con la desinversión de activos inmobiliarios. Y, por supuesto, la tesis de inversión sigue contando con un poderoso respaldo demográfico: el progresivo envejecimiento de la población francesa y la llegada de la generación del *baby boom* a edades en las que comienza a requerir cuidados de mayor intensidad y atención especializada.

El principal detractor del trimestre fue Vår Energi (-18%; -57 puntos básicos), la compañía noruega de exploración y producción de petróleo y gas. Conviene recordar que esta misma posición fue el segundo mayor contribuidor al fondo durante el primer trimestre, con una rentabilidad del +67,5% y una contribución de +117 puntos básicos, por lo que, en la práctica, únicamente devolvió parte de las ganancias obtenidas en el trimestre anterior. Aunque la compañía sigue ejecutando su estrategia operativa de manera satisfactoria, las acciones del sector energético se debilitaron tras la moderación de los precios del petróleo desde los niveles elevados registrados a comienzos del año. Vår Energi cumplió con lo previsto, alcanzando en el primer trimestre una producción récord de 406.000 barriles equivalentes de petróleo al día (kboepd) y generando 1.060 millones de dólares de flujo de caja operativo después de impuestos. Durante el trimestre también se produjeron varios anuncios estratégicos positivos, entre ellos operaciones de optimización de cartera, nuevas inversiones en el área de Balder y la continuación del desarrollo del hub de Gjøa. Gracias a su cartera de proyectos de alta calidad en fase inicial de desarrollo, la compañía aspira a mantener a largo plazo una producción superior a 400.000 barriles equivalentes de petróleo al día, lo que debería permitirle sostener una elevada remuneración para los accionistas a lo largo del tiempo.

El segundo mayor detractor fue Jardine Matheson (-13,1%; -42 puntos básicos), el conglomerado de inversión diversificado con foco en Asia que está trabajando para convertirse en una compañía de inversión más concentrada y enfocada. Astra International, su filial más importante, genera cerca de la mitad de los beneficios de Jardine. Durante el trimestre, Astra sufrió una fuerte caída en su negocio de vehículos nuevos, lo que redujo el beneficio neto del grupo y afectó negativamente al sentimiento de los inversores hacia la matriz. En términos generales, la cartera de Jardine Matheson continúa teniendo una exposición relativamente elevada a Indonesia, que fue uno de los mercados emergentes con peor comportamiento durante el trimestre debido a las fluctuaciones de la divisa y a las salidas de capital extranjero. En una entrevista concedida al *Financial Times*⁸ y publicada el 16 de junio, el consejero delegado, Lincoln Pan, declaró que la compañía pretende reequilibrar su cartera para aumentar su exposición a los países desarrollados de la región Asia-Pacífico. Ese mismo día, durante su Capital Markets Day (CMD), Jardine Matheson anunció varios objetivos e iniciativas relevantes: una rentabilidad total para el accionista superior al 9% anual, el compromiso de incrementar el dividendo un 5% anual, el lanzamiento de un nuevo programa de recompra de acciones por 500 millones de dólares hasta finales de 2027 y planes para reciclar al menos 4.000 millones de dólares de capital procedente de activos de menor rentabilidad dentro de la cartera. Aunque valoramos positivamente estos objetivos, existe riesgo de ejecución, y cambiar la composición de los activos puede resultar más sencillo que cambiar la percepción de los inversores.

El tercer detractor más importante fue Brightstar (-13,2%; -39 puntos básicos), el proveedor italoestadounidense de sistemas tecnológicos para loterías, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020 y sobre el que volvimos a escribir en nuestra carta del primer trimestre de 2024. La volatilidad de su cotización hace que aparezca con frecuencia tanto entre nuestros principales contribuyentes como entre nuestros principales detractores. Aunque sigue siendo una de las inversiones más rentables del fondo desde que tomamos posición, este es ya el segundo trimestre consecutivo en el que figura entre los cinco peores valores de la cartera. La acción cayó tras la publicación de unos resultados del primer trimestre decepcionantes y de unas previsiones para el segundo trimestre más débiles de lo esperado, lo que llevó a los inversores a cuestionar el calendario previsto para la recuperación de los beneficios. Durante el período hubo menos premios acumulados (*jackpots*) de gran tamaño en Powerball y Mega Millions, lo que redujo la participación de los jugadores y las ventas de lotería de mayor margen. En nuestra opinión, esta debilidad parece estar explicada principalmente por factores coyunturales relacionados con la frecuencia y el calendario de aparición de grandes premios, así como por las expectativas

⁸ [FT](#)

de beneficios a corto plazo, más que por la existencia de algún problema estructural en el negocio.

El cuarto detractor fue Converge (-17,5%; -37 puntos básicos), la compañía filipina de telecomunicaciones especializada en acceso a internet de banda ancha de alta velocidad mediante fibra óptica, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2025 y que también figuró entre los cinco peores contribuyentes durante el primer trimestre. Aunque su base de suscriptores superó los 3 millones de clientes (+14% interanual), impulsada por el crecimiento de los usuarios de su servicio de fibra prepago, el crecimiento de los ingresos se desaceleró hasta el 3,7% interanual. El crecimiento de los beneficios también perdió impulso, con un aumento del EBITDA del 3,3% interanual. La compañía mantuvo sin cambios su previsión de crecimiento de ventas para el conjunto del ejercicio en un rango del 8% al 10%. Converge señaló que el desarrollo de sus inversiones de capital (*capex*) estaba avanzando con retraso respecto a lo previsto anteriormente y destacó asimismo la elevada competencia existente en los mercados urbanos de banda ancha. La empresa mantuvo su previsión de inversión para el conjunto del año en un nivel elevado, entre 18.000 y 23.000 millones de pesos filipinos, mientras acelera la expansión de su red y continúa afrontando ciertos desafíos operativos de corto plazo. Seguimos esperando que el grupo sea capaz de superar estos obstáculos y creemos que una generación de caja verdaderamente significativa debería materializarse una vez que las inversiones de capital se normalicen. No obstante, el calendario de dicha normalización es difícil de prever, por lo que seguiremos muy de cerca la evolución de Converge.

El quinto mayor detractor fue Youngone (-8,3%; -34 puntos básicos), el fabricante surcoreano de prendas de vestir, calzado y equipamiento para actividades al aire libre que produce para marcas globales como Lululemon, Patagonia y The North Face. Nos gusta Youngone porque crece junto a sus clientes y se enfrenta a una competencia directa limitada gracias a su escala, capacidad productiva y calidad. La compañía ha registrado un crecimiento de ingresos de doble dígito durante cinco trimestres consecutivos, y en 2025 alcanzó un margen bruto del 27,5%, líder dentro de su sector. Durante el segundo trimestre, Lululemon (LULU US), el principal cliente de Youngone, se enfrentó a varios factores adversos en Norteamérica, entre ellos una demanda más débil, dificultades relacionadas con la gestión de inventarios y tensiones en el equipo directivo. Creemos que Youngone aspira a mantener estables los volúmenes de pedidos procedentes de Lululemon, mientras continúa creciendo junto a otros clientes importantes como Arc'teryx (AMER US) y ON Holdings (ONON US). Además, alcanzar los objetivos fijados por Youngone para el conjunto del ejercicio podría no resultar sencillo. Las incertidumbres existentes en las cadenas de suministro han provocado que algunos fabricantes por encargo (OEMs) sigan manteniendo niveles de inventario excesivamente elevados, lo que podría generar presión sobre el negocio a corto plazo. También merece la pena destacar que, a finales de junio, Youngone recibió una carta pública de Quad Asset Management, gestora surcoreana especializada en

inversión activista, en la que solicitaba que la compañía aumentara su ratio de retorno al accionista hasta el 70%.

Louis Hachette / Lagardère (ALHG FP / MMB FP)

Louis Hachette (ALHG FP) fue creada por Vivendi para agrupar su participación del 66,53% en Lagardère (MMB FP) y Prisma Media, de la que posee el 100%. ALHG fue escindida de Vivendi en diciembre de 2024 junto con Canal+ y Havas. El negocio de Lagardère se compone principalmente de Lagardère Publishing, la segunda mayor editorial del mundo, y de Travel Retail, uno de los cinco mayores operadores mundiales de comercio minorista en aeropuertos, actividades que conjuntamente representan el 93% de las ventas del grupo. Otras actividades de Lagardère incluyen la edición de prensa, el diario JDD (*Journal du Dimanche*), la radio y la organización de eventos. Su principal accionista es Bolloré SE, que posee directamente el 30,4% del capital (además de un 0,6% adicional a través de l'Odet) y que también controla el 29,3% de Vivendi, sociedad que a su vez mantiene una participación del 13,4% en Lagardère.

Lagardère Publishing es la segunda mayor editorial comercial del mundo, con unas ventas de 3.000 millones de euros en 2025 y un margen EBITA a lo largo del ciclo de entre el 10% y el 11%. La compañía se sitúa por detrás de Penguin Random House (Bertelsmann) y por delante de los grandes grupos estadounidenses HarperCollins (News Corp) y Simon & Schuster (KKR). El 89% de sus ingresos procede de la edición general o comercial, mientras que el 11% restante proviene del negocio educativo. Desde un punto de vista geográfico, aproximadamente el 50% de sus ingresos se generan en Europa (de los cuales el 29% corresponde a Francia) y el 48% en mercados de habla inglesa. Esta distribución geográfica equilibrada diferencia a Lagardère de muchos de sus competidores, que suelen estar mucho más concentrados en mercados angloparlantes de mayor margen, especialmente Estados Unidos. Aunque esta mayor diversificación aporta resiliencia al negocio, también implica costes operativos más elevados y una rentabilidad global inferior a la de competidores con una exposición más centrada en el mercado estadounidense. La dirección está abordando activamente esta diferencia aumentando el peso relativo del grupo en Estados Unidos. Entre las principales iniciativas destacan dos adquisiciones relevantes: Workman Publishing, adquirida en septiembre de 2021 por 240 millones de dólares, y Sterling Publishing, adquirida en noviembre de 2024 a Barnes & Noble. Se espera que el mercado editorial mundial crezca a tasas bajas de un solo dígito durante los próximos años. Como uno de los mayores y más diversificados actores de una industria que sigue estando fragmentada, Lagardère Publishing se encuentra bien posicionada para aprovechar oportunidades de crecimiento en nichos específicos y potencialmente superar el crecimiento del mercado en general. Además, el negocio editorial se caracteriza por unos márgenes relativamente

estables y una sólida generación de flujo de caja libre, lo que proporciona una rentabilidad consistente y una considerable flexibilidad estratégica.

Lagardère Travel Retail es el tercer mayor operador mundial en el sector del comercio minorista en aeropuertos y viajes, con unas ventas de 6.100 millones de euros en 2025 y un margen EBITA de entre el 4% y el 6% a lo largo del ciclo económico. Se sitúa por detrás de Avolta (resultado de la fusión entre Dufry y Autogrill), que cuenta con una presencia más fuerte en Norteamérica, y de China Tourism Group Duty Free, cuya actividad está altamente concentrada en China. Entre sus principales competidores también se encuentran SSP Group, Lotte Duty Free y WH Smith. La actividad se organiza en tres segmentos: Duty Free & Fashion (39% de las ventas), Travel Essentials (33%) y Dining o restauración (28%). La compañía opera en aproximadamente 300 aeropuertos y 700 estaciones de tren en todo el mundo. Geográficamente, el 54% de las ventas procede de la región EMEA (excluyendo Francia), el 25% de Norteamérica y el 17% de Francia. En comparación con Lagardère Publishing, el negocio de Travel Retail es considerablemente más sensible al ciclo económico, ya que depende en gran medida del volumen de viajeros y del gasto de los consumidores. No obstante, tras tres años de recuperación posterior a la pandemia (2022-2024), esta división continuó mejorando sus márgenes EBITA gracias al apalancamiento operativo derivado del aumento de volúmenes y a los beneficios obtenidos por la reestructuración de las operaciones deficitarias de Asia-Pacífico. Cabe señalar que la división de Travel Retail presenta pocas sinergias operativas con el negocio editorial. Además, dada la denominación escogida por Vivendi para la nueva estructura corporativa, consideramos que este negocio podría convertirse en un candidato potencial para una desinversión en el medio plazo.

Prisma Media es el principal grupo francés de edición de revistas y medios digitales, y afirma llegar cada mes a aproximadamente 40 millones de personas en Francia. La compañía genera unos ingresos de 266 millones de euros, pero en los últimos años se ha enfrentado a importantes dificultades, entre ellas la caída de la circulación de publicaciones impresas, la reducción de la inversión publicitaria, el aumento de los costes y una intensa competencia por parte de las plataformas digitales y las redes sociales. Estas presiones culminaron en un importante proceso de reestructuración anunciado en marzo de 2026. Para financiar dicha reestructuración, ALHG anunció⁹ tanto la venta de la división de lujo de Prisma Media como la venta a Vivendi de una participación del 13,58% en Prisma Group. La venta de la división de lujo permitirá a Prisma Media volver a centrar su cartera en sus negocios históricos principales. El potencial de revalorización futuro dependerá en gran medida del éxito de la transformación digital de sus marcas más importantes, entre

⁹ [Press Release](#)

ellas *Capital*, *Géo* y *Femme Actuelle*. El mercado francés de revistas sigue concentrado en torno a cuatro grandes actores: Reworld Media, Le Figaro, Czech Media y Prisma Media.

Vivendi comenzó a construir una participación significativa en Lagardère en abril de 2020, cuando reveló que poseía el 10,6% de la compañía. Posteriormente, en julio de 2020, elevó su participación hasta el 21,19%¹⁰, convirtiéndose en el principal accionista. Tras una serie de transacciones y una oferta pública de adquisición amistosa (véase la imagen inferior), Vivendi llegó finalmente a controlar el 57% del capital en 2022. Sin embargo, debido a las investigaciones antimonopolio de la Unión Europea, no pudo seguir aumentando su participación hasta obtener las correspondientes autorizaciones regulatorias. Mientras tanto, Vivendi emitió derechos de transferencia vinculados a la oferta, permitiendo a los accionistas de Lagardère vender sus acciones a un precio de 24,10 euros hasta diciembre de 2023, plazo que posteriormente fue ampliado hasta junio de 2025. En diciembre de 2024, Vivendi se escindió en cuatro entidades independientes, segregando entre otros activos sus negocios de edición, comercio minorista para viajeros y medios relacionados en la nueva sociedad cotizada Louis Hachette Group (ALHG), que actualmente controla el 66,53% de Lagardère. No obstante, Vivendi conservó los derechos de transferencia tras la escisión y fue aumentando su participación en Lagardère a medida que dichos derechos se ejercían, hasta alcanzar el 13,4% actual del capital social.

Chart 8: Lagardère SA share price and Vivendi's stake in Lagardère SA 2020-25



Qatar Investment Authority (el fondo soberano del Estado de Catar) posee el 11,5% de Lagardère y, al igual que un pequeño grupo de accionistas minoritarios, no acudió a la oferta lanzada por Vivendi. Como resultado, aún queda por adquirir un capital flotante (*free float*) de aproximadamente el 20%, cifra que incluye la participación de bloqueo de Catar.

¹⁰ [Reuters](#)

Creemos que Louis Hachette tendría que lanzar una nueva oferta, probablemente a un precio superior, para incentivar tanto a Qatar Investment Authority como a los accionistas minoritarios remanentes a vender sus acciones (incluidos nosotros mismos). Dadas las limitadas capacidades financieras de Louis Hachette, consideramos que un canje de acciones parece una alternativa más factible. Asimismo, la compañía podría ofrecer acciones de Vivendi en lugar de efectivo a cambio de las participaciones mantenidas en Lagardère. Estimamos que el valor razonable de Lagardère se sitúa entre 30 y 35 euros por acción. En última instancia, creemos que la actual estructura accionarial y societaria debería simplificarse, lo que probablemente contribuiría a una valoración más elevada de la compañía.

ALHG cotiza actualmente con un descuento del 10% respecto a Lagardère a precios de mercado, mientras que, según nuestras estimaciones, Lagardère cotiza con un descuento del 30% al 40% respecto a su valor intrínseco. En ausencia de cualquier decisión adicional que genere valor, consideramos que este escenario implica un potencial de revalorización de entre el 60% y el 70%, que constituye nuestro caso base. Además, identificamos varias oportunidades adicionales de creación de valor. Si ALHG decidiera desprenderse de su negocio de Travel Retail —un activo que podría resultar especialmente atractivo para el fondo soberano catari—, adquirir el 100% de Lagardère o llevar a cabo ambas operaciones, estimamos que el potencial alcista podría superar ampliamente el 100%.

Para nuestros inversores españoles, nos complace informar de que el fondo es traspasable. Como ya comentamos anteriormente, el fondo pasó a tener valor liquidativo y operativa diaria a finales de abril de 2025. Además, lanzamos una clase en libras esterlinas sin cobertura de divisa en mayo de 2025 y una clase en dólares estadounidenses sin cobertura en marzo de 2026. Dado el tamaño actual del fondo, los costes han disminuido en términos porcentuales sobre los activos gestionados y, por ello, establecimos 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 seguirá siendo razonable (inferior al 1%). La comisión de gestión de la clase de fundadores puede alcanzar hasta el 1% del patrimonio, aunque actualmente no tenemos planes de incrementarla. Asimismo, no cobramos comisiones de entrada ni de salida. Nuestro principal foco sigue siendo la gestión de la cartera, pero también necesitamos aumentar el volumen de activos gestionados hasta alcanzar una escala sostenible. Por ello, les agradecemos que compartan esta carta con cualquier inversor potencial que pueda estar interesado.

Contamos con un acuerdo comercial con **Cobas Asset Management** para la distribución de nuestro fondo en **España**. Actualmente ya es posible abrir una cuenta y cursar órdenes a

través de ellos. Para obtener más información, pueden ponerse en contacto con su equipo por teléfono o correo electrónico. Confiamos en que, en el futuro, este proceso pueda realizarse también directamente a través de su página web. Puede contactar con el equipo de Cobas en el +34 91 755 68 00 o a través del correo electrónico sopORTEinstitucional@cobasam.com.

Nuestro fondo puede contratarse a través de los dos principales depositarios centrales internacionales de valores europeos (ICSDs): Euroclear, mediante su plataforma de compensación y liquidación de fondos FundSettle, y Clearstream, a través de su plataforma de fondos Vestima. El fondo está registrado para su distribución en Reino Unido, España, Alemania y Luxemburgo, incluyendo su comercialización a inversores minoristas.

Entre otros distribuidores en España a través de los cuales puede accederse al fondo se encuentran Renta 4, MyInvestor, IronIA, Lombard Odier y Creand, además de numerosas entidades financieras que operan a través de las principales plataformas de distribución, donde el fondo está disponible bajo solicitud, como Allfunds Bank e Inversis.

En el Reino Unido, nuestro fondo está disponible a través de la plataforma de bajo coste **AJ Bell** y puede mantenerse dentro de una cuenta ISA o de un plan de pensiones. Asimismo, la plataforma británica de Interactive Brokers permite actualmente invertir en el fondo tanto mediante una cuenta de inversión estándar como a través de una cuenta ISA. También estamos disponibles en las plataformas Transact, Interactive Investor, Quilter y Aegon. Nuestro fondo también puede contratarse a través de **Interactive Brokers**, donde es posible abrir una cuenta desde prácticamente cualquier jurisdicción (aunque el fondo no está disponible para inversores en Estados Unidos). Por su parte, **Swissquote** ofrece acceso casi global, permitiendo a inversores de prácticamente cualquier nacionalidad —excepto estadounidenses— abrir una cuenta sin que la fiscalidad local suiza suponga un inconveniente.

Si tiene cualquier dificultad para localizar nuestro fondo o desea obtener más información sobre nosotros y nuestro proceso de inversión, puede ponerse en contacto con nosotros en IR@palmharbourcapital.com

Asimismo, nuestro fondo forma parte de un fondo español de fondos de pensiones con enfoque de inversión en valor (*value investing*). Puede obtener más información en el siguiente [link](#).

Durante el trimestre contamos con la colaboración de Jonghyun Jeon, estudiante de London Business School, que realizó prácticas con nosotros y nos ayudó a profundizar en nuestro



conocimiento de las inversiones que mantenemos en Corea del Sur. ¡Gracias por tu ayuda y tus valiosas aportaciones, JJ!

Queremos agradecerles, una vez más, la confianza que siguen depositando en nosotros. Continuamos convencidos de que este es un momento especialmente atractivo para la inversión en valor (*value investing*) y estamos muy ilusionados con las perspectivas de la cartera a medio plazo.

Atentamente,

Palm Harbour Capital

La presente información es comunicada por Palm Harbour Capital LLP, entidad autorizada y supervisada por la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido. Este material tiene carácter exclusivamente informativo y no constituye una oferta ni una recomendación para comprar o vender ningún instrumento financiero, ni para contratar servicios de gestión o asesoramiento de inversiones.

En relación con el Reino Unido, esta información está dirigida exclusivamente a personas consideradas “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 *Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001* y en los artículos 14 y 22 de la *Financial Services and Markets Act 2000 (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemption) Order 2001*, así como a cualquier otra persona autorizada para recibir este documento conforme a la *Financial Services and Markets Act 2000*.

Cualquier inversión, actividad de inversión o actividad regulada a la que haga referencia esta información está disponible únicamente para dichas personas y únicamente se llevará a cabo con ellas. Las personas que no cuenten con experiencia profesional en materia de inversión no deben basarse en esta información ni actuar conforme a ella, salvo que se encuentren incluidas dentro de alguna de las categorías contempladas en los apartados (2)(a) a (d) del artículo 49 o que puedan recibir legalmente esta información por cualquier otro motivo.

Toda inversión implica riesgos para el capital. El valor de una inversión y los ingresos que esta genere pueden tanto aumentar como disminuir, pueden verse afectados por las fluctuaciones de los tipos de cambio y existe la posibilidad de que no recupere la totalidad del importe invertido. Las rentabilidades pasadas no constituyen necesariamente una indicación fiable de los resultados futuros. Asimismo, cuando las rentabilidades históricas se presentan en términos brutos, deben tenerse en cuenta tanto las comisiones de gestión como los costes de transacción, ya que estos reducirán la rentabilidad obtenida por el inversor. Cualquier beneficio fiscal o límite impositivo mencionado se basa en las circunstancias personales de cada inversor y en la legislación vigente, ambos sujetos a posibles modificaciones.

No garantizamos ni declaramos que la información contenida en este documento, incluida la procedente de terceros, sea exacta o completa, por lo que no debe confiarse en ella como tal. Las opiniones expresadas reflejan exclusivamente la visión de Palm Harbour Capital LLP en el momento de su publicación y pueden modificarse sin previo aviso. Ninguna parte de este documento podrá reproducirse por ningún medio sin la autorización previa y por escrito de Palm Harbour Capital LLP. No obstante, sus destinatarios podrán compartirlo con otras personas siempre que estas pertenezcan a las categorías autorizadas para recibirlo. Esta información debe leerse conjuntamente con la documentación oficial correspondiente del fondo, que puede incluir el folleto informativo, el folleto simplificado o cualquier documentación complementaria. Si tiene dudas acerca de si alguno de los productos o carteras mencionados es adecuado para usted, debería solicitar asesoramiento financiero independiente a profesionales debidamente autorizados y regulados.