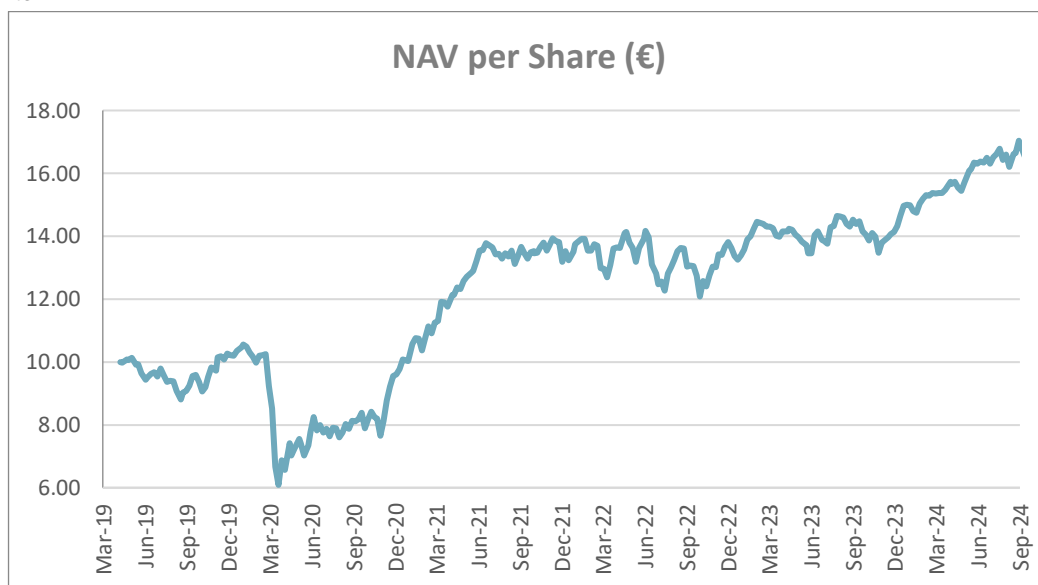




## PALM HARBOUR CAPITAL

*Estimados Inversores*

Durante el tercer trimestre el fondo ganó un 5,2% bruto de comisiones.<sup>1</sup> No tenemos un índice de referencia establecido en nuestro Documento de Información Clave para el Inversor (KIID) y, por lo tanto, no podemos comentar el rendimiento relativo. Dejamos que usted decida. De cualquier manera, el dato de rentabilidad sigue siendo más alto que los índices de referencia europeos y globales. Nuestro último NAV publicado al final del trimestre fue de 17,02 (26/09/2024), un +4,4 % desde el último NAV publicado al final del segundo trimestre de 16,3 (27/06/2024). Esto lleva nuestra rentabilidad del NAV del año hasta +13,5 % (28/12/2023 a 26/09/2024). La rentabilidad del NAV desde el inicio hasta el final del trimestre fue del 70,2 % o del 10,2 % de rentabilidad anualizada. Somos extremadamente optimistas sobre las perspectivas de nuestra cartera y creemos que alcanzaremos objetivo de rentabilidad. La composición de nuestro fondo es diferente a la de cualquier índice y es poco probable que tengamos un rendimiento similar.



<sup>1</sup>Nuestro NAV es calculado semanalmente por FundPartner Solutions, una subsidiaria de Pictet & Cie, y no se alinea con 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 activos bajo gestión actuales. Proyectamos que esto disminuya significativamente a medida que los activos bajo gestión aumenten. Consulte nuestro comentario sobre las comisiones de gestión.

En el tercer trimestre se alcanzaron nuevos máximos en la mayoría de los principales índices, pero no sin cierta volatilidad. Hubo pánico cuando se deshizo el carry trade del yen, cuando el banco central japonés tuvo la audacia de subir las tasas una fracción minúscula por primera vez en 17 años.<sup>2</sup> Los mercados entraron en pánico rápidamente, ya que los especuladores apalancados tuvieron que deshacer operaciones de riesgo rápidamente. El banco central cedió rápidamente a la presión y adoptó un tono más moderado. El nuevo primer ministro Shigeru Ishiba también salió rápidamente con comentarios moderados. El mercado incitó de manera similar a la Fed con volatilidad del mercado y grandes temores sobre los empleos (¿con la tasa de desempleo en qué 4%?) en las semanas previas a su reunión. Parecía bien organizado, ya que los directores ejecutivos en modelos de negocios precarios y los estrategas de Wall Street, uno por uno, ejecutaron las denominadas "margin calls" o llamadas al margen. Esto permitió a la Fed darles lo que los especuladores han estado exigiendo durante los últimos dos años. Lo hemos dicho antes y lo diremos nuevamente, las empresas u 'operaciones' que requieren tasas de interés ultrabajas para crear valor probablemente no sean inversiones sólidas a largo plazo.

Un elemento al que se le presta poca atención es al Tesoro Americano. A medida que los pagos de intereses de una deuda cada vez mayor se disparan, también están sufriendo las consecuencias.<sup>3</sup> Desafortunadamente, la reacción instintiva de los políticos ante la enorme deuda y los aterradores déficits presupuestarios parece ser un aumento del gasto y de los impuestos. Esto es similar en todo el mundo. El Reino Unido, Francia e Italia están considerando varias subidas de impuestos y no muestran señales de restricciones presupuestarias. Pero bueno, ¿a quién le importa mientras los valores de los activos sigan alcanzando nuevos máximos, no? La inflación de la deuda será un problema de nuestros hijos.

Tuvimos un trimestre decente con varios desarrollos notables dentro de la cartera. Hubo dos ofertas de adquisición (desafortunadamente pequeñas en nuestra cartera) durante el trimestre, que contribuyeron con aproximadamente 97 puntos básicos de rendimiento. Unieuro, el minorista de electrónica italiano recibió una oferta de Fnac Darty, el minorista de electrónica francés. Analizamos los detalles y nuestra opinión más adelante en esta carta. La segunda adquisición fue en Everi, el fabricante de máquinas tragaperras, que se fusionaría con las divisiones de juegos y digitales de IGT. Para aquellos de ustedes que han seguido nuestras cartas, sabrán que el precio de las

---

<sup>2</sup> [Financial Times](#)

<sup>3</sup> [Financial Times](#)

acciones de IGT ha sufrido este año después de que se anunciara que escindirían sus divisiones de juegos y digitales y las fusionarían con Everi en una escisión gravable. Compramos Everi porque pensamos que era una forma barata de agregar exposición al acuerdo después de la escisión.

El mercado había estado esperando, como se especuló en la prensa, que la división de juegos de IGT se vendiera a un fondo de capital privado, lo que proporcionaría una mayor entrada de efectivo a IGT, con menos problemas que una escisión sujeta a impuestos. De hecho, el año pasado IGT cotizaba a 30 dólares por esta expectativa<sup>4</sup>. Desde entonces, las acciones cayeron hasta los 20 dólares, por lo que cuando Apollo finalmente presentó una oferta por Everi y la división de juegos de IGT, se habría esperado que IGT volviera a recuperar su cotización. Esto no ha sucedido, todavía. Nos resulta un poco desconcertante, aunque ha habido comentarios en el mercado de que IGT podría perder la licitación de la lotería italiana, por lo que esta podría ser la razón principal por la que las acciones permanecen en los 20 dólares, a pesar de la nueva estructura del acuerdo. Nos parece extraño, ya que se sabe desde hace mucho tiempo que habría una licitación de la lotería italiana; en todo caso, ahora hay menos riesgo que el año pasado, ya que al menos un importante competidor potencial no pujará contra ellos. ¿Qué ha cambiado entonces? ¿Ha experimentado el negocio vientos en contra negativos? No, va bien. Lo único que podemos pensar es que el nuevo acuerdo con Apollo puede haber reestablecido el cronograma y ahora tenemos que esperar un par de trimestres más para el cierre. La paciencia es una virtud y creemos que IGT volverá a calificar sustancialmente en los próximos 12 meses, incluso en el improbable caso de que se pierda el contrato italiano.

Otro desarrollo positivo en el trimestre fue con OCI, 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. Durante el trimestre, la gerencia anunció la finalización exitosa de la venta de Iowa Fertilizer Company a Koch Ag & Energy Solutions por \$3.6 mil millones, después de la aprobación regulatoria. Creemos que este fue el más complicado de sus posibles acuerdos desde una perspectiva regulatoria, por lo que su finalización debería aliviar el riesgo regulatorio. Además, la compañía anunció la venta de su negocio global de metanol a Methanex por \$2.05 mil millones, sujeto a la aprobación regulatoria y la resolución de una demanda de su socio en Natgasoline, Proman. Se espera que estas desinversiones, así como las enajenaciones previamente anunciadas de su participación en Fertiglobe y su planta de amoníaco azul de Texas, se cristalicen. \$11.6

---

<sup>4</sup> [Bloomberg](#)

mil millones de valor bruto<sup>5</sup>. Esto se utilizará para reducir la deuda de la sociedad holding y devolver capital a los accionistas. La liquidación de la empresa es el escenario probable, ya que OCI se quedará únicamente con un negocio europeo de nitrógeno y una participación en Methanex. No podemos descartar otros escenarios. Esperamos un gran dividendo libre de impuestos en las próximas semanas.

Otros avances positivos son la confirmación por parte de Ocean Wilson de que está negociando la venta de su participación en Wilson, Sons, lo que debería ayudar a desbloquear el descuento al que cotiza. El grupo hotelero Dalata y Syensqo iniciaron programas de recompra de acciones, lo que pone de relieve la infravaloración de sus cotizaciones. Además, la venta de torres de telecomunicaciones en Austria por parte de Cellnex confirmó el enorme descuento de nuestro homólogo cotizado en bolsa Eurotelesites y Jost, el proveedor de vehículos comerciales y agrícolas anunció un acuerdo importante, aunque todavía estamos esperando todos los detalles.

Vendimos tres posiciones, incluidas Everi, PAX y Unieuro durante el trimestre y compramos tres nuevas posiciones.

Al final del trimestre, nuestra cartera tenía un potencial de aumento de más del 97 % sobre nuestro valor patrimonial neto estimado y cotizaba a un P/E promedio ponderado de 8,9x, un rendimiento FCF/EV del 17 % y un rendimiento del capital tangible del 30 %.

\*\*\*

Contribuidores		Detractores	
Ginebra San Miguel	111 bps	Danieli & C Off Savers	-57 bps
Ocean Wilson Holdings	78 bps	Veralia	-55 bps
Ibstock	62 bps	Var Energi	-32 bps
Unieuro	54 bps	No revelado	-25 bps
Kri-Kri	51 bps	Pax Technology	-24 bps

El principal contribuyente durante el trimestre fue Ginebra San Miguel (+23,6% +111 pb), la empresa filipina de ginebra y licores que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2021. Ginebra continuó reportando un sólido desempeño interanual en el segundo trimestre con un crecimiento del volumen del 12,5% y un aumento del precio

<sup>5</sup> [Finacial Times](#)

del 6% que mantuvo los márgenes cerca de un máximo histórico. La generación de efectivo siguió su ejemplo, impulsando aún más la posición de efectivo neto de la empresa. La gerencia insinuó una mejora en los retornos a los accionistas con el potencial de duplicar la tasa de pago de dividendos del 40% al 80%. El precio de la acción continuó su trayectoria ascendente después del sólido informe de ganancias, pero sigue significativamente infravalorado.

Como actualización de nuestra carta anterior, finalmente pudimos conseguir una botella de la clásica ginebra San Miguel (también tenemos una botella de GSM Mojito). Comenzamos con una cata a ciegas comparando Hendricks y Tanqueray y, sorprendentemente para nosotros (porque estamos bien entrenados para equiparar precio y calidad), los cuatro preferimos GSM sobre Tanqueray (aunque Hendricks fue el claro ganador). Nuestro amigo catador de vinos hizo estos comentarios: Hendricks: aromas de pepino y bergamota, suave como la seda. Ginebra San Miguel: aromas más del lado mineral, relativamente suave en la boca, pero podría usar más sabor botánico. Tanqueray: ligero aroma cítrico artificial, completamente inconexo en la boca con un ardor de alcohol. ¡Ahí lo tienen!

El segundo mayor contribuyente fue Ocean Wilson Holdings (+15,8% +78 pb), la compañía de inversión con sede en Bermudas con operaciones portuarias y de remolcadores en Brasil, que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2023. Wilson, Sons (PORT3), su subsidiaria cotizada de propiedad mayoritaria tuvo un buen desempeño en el segundo trimestre con un aumento de ventas del 16,9% hasta un máximo histórico. Esto fue impulsado por su mejor desempeño en la terminal de contenedores debido a una nueva ruta Asia-Brasil que hace escala en Salvador y una nueva ruta de transbordo a Argentina y Uruguay desde el puerto de Rio Grande do Sul. El remolcador se benefició de mayores volúmenes y una mejor combinación de ingresos. PORT3 está funcionando a toda máquina y creemos que esta podría ser una de las razones por las que su revisión estratégica aún está en curso. Dicho esto, a fines de agosto, Ocean Wilsons confirmó las conversaciones con I Squared Capital Advisers (US) LLC para la posible venta de su participación del 57% en Wilsons Sons. Posteriormente, a fines de septiembre, PORT3 y su socio de la joint venture iniciaron una revisión estratégica que podría incluir la venta de la participación de la joint venture. Por supuesto, no puede haber certeza sobre los resultados de estas discusiones, pero creemos que la revisión estratégica que se lanzó en junio de 2023 probablemente concluirá a fin de año. Esto debería ayudar a cerrar el importante descuento sobre los activos netos para la empresa matriz.

El tercer contribuidor significativo fue Ibstock (+23,1% +62 pb), el fabricante británico de productos de ladrillo y hormigón, que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2019. Ibstock informó un buen desempeño del primer semestre con un mercado

desafiante donde sus ventas cayeron un 20% y EBITDA un 40% principalmente por volúmenes más bajos, lo que refleja una menor demanda en un mercado de nueva construcción residencial del Reino Unido muy débil. Las acciones se fortalecieron cuando el Partido Laborista ganó las elecciones del Reino Unido con el compromiso del nuevo gobierno de aumentar la oferta de nuevas viviendas creando un contexto más positivo para la demanda a mediano plazo. El potencial de nuevas iniciativas políticas, junto con la expectativa de tasas de interés más bajas, podrían indicar mejores expectativas para la industria. El anuncio del presupuesto de octubre debería proporcionar más claridad sobre si este optimismo está bien fundado o no. En cuanto a Ibstock, sus principales proyectos de capital están cerca de completarse, por lo que, si hay un repunte en la demanda, la compañía debería estar en condiciones de generar un flujo de efectivo libre positivo.

El cuarto mayor contribuyente fue Unieuro (+45,1% +54 pb), el minorista de electrónica italiano, que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2020. En julio de 2024, Unieuro recibió una oferta del minorista francés Fnac Darty por aproximadamente 12 € por acción (que consiste en 9 € por acción en efectivo más 0,1 acciones de nueva emisión de Fnac-Darty). No hay nada de malo en querer aprovechar un ciclo bajista ofreciendo un precio oportunista, sin embargo, el hecho de que esta oferta no fuera rechazada inmediatamente por unanimidad por el consejo es indignante. Unieuro es una empresa que genera mucho efectivo con un balance rico en efectivo en una recesión cíclica. La normalización de la demanda posterior a la COVID y la baja confianza de los consumidores suprimieron las cifras informadas en los últimos dos años, pero la empresa siguió generando efectivo. A lo largo del ciclo, estimamos que Unieuro puede generar al menos 30-40 millones de euros de flujo de caja libre anual, lo que, en un múltiplo conservador, ofrece un aumento significativo del precio de la oferta. Cabe señalar que Unieuro ha devuelto 7,5 € de dividendos desde su oferta pública inicial en abril de 2017 (y 5,5 € desde que el fondo invirtió), lo que significa casi el 70% de su precio de salida a bolsa. Nos cuesta entender cómo un precio tan bajo podría considerarse 'justo'. El consejo de administración estuvo dividido sobre su decisión, con cinco miembros votando a favor y cinco en contra, y uno absteniéndose. Observamos que los dos directores de Iliad votaron a favor de la propuesta, lo que nos parece extraño dado que su precio medio es significativamente superior al precio de la oferta. Apreciamos la ironía de una nota de venta, que recomendaba a los accionistas que aceptaran la oferta, al mismo tiempo que mejoraba la calificación de Fnac con un aumento de más del 50% debido al ciclo alcista pendiente de la demanda y al acuerdo favorable con Unieuro en la parte inferior del ciclo.

El quinto mayor contribuyente fue Kri Kri (+21,7%, +51 pb), el fabricante griego de yogur y helado. Compramos las acciones por primera vez cuando la inflación golpeó sus márgenes y no pudieron aumentar los precios del yogur a corto plazo en sus clientes

de supermercados. Esto ahora se ha normalizado con las ventas en el segmento de yogur aumentando un 14,5% en el primer semestre de 2024 impulsadas por un aumento del 19,7% en los volúmenes. Después de aumentos sustanciales de precios, durante el año pasado, la gerencia decidió ceder algo ya que la inflación de costos se está desvaneciendo. Si bien los precios se normalizarán, el cambio de los consumidores al yogur de marca permanece intacto y respaldará los volúmenes. Las ventas en el segmento de helados aumentaron un 21% durante el mismo período, nuevamente impulsadas principalmente por los volúmenes que aumentaron un 17%, aunque los precios también aumentaron debido a los precios más altos del cacao. Todos los segmentos continúan reportando márgenes cercanos a los máximos históricos. El punto culminante del trimestre fue el comienzo de las exportaciones de yogur helado a los Estados Unidos. Las ventas no serán significativas en el corto plazo, pero sin embargo la opcionalidad sigue siendo muy alta, con la prensa destacando a Wal-Mart y Kroger como clientes potenciales. La familia fundadora colocó el 3% de las acciones al final del trimestre para aumentar el capital flotante debido a que la Bolsa de Valores de Atenas está pendiente de las reglas sobre el capital flotante. Si bien es negativo a corto plazo, el aumento de la liquidez y la capitalización de mercado, además de la baja valoración, deberían seguir atrayendo a los inversores a la historia del crecimiento.

El principal detractor fue Danieli Savers (-19,2%, -57 pb), el fabricante de plantas siderúrgicas y productor de acero italiano, que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2020. Al final del trimestre, la empresa informó de las ganancias del año completo con los ingresos por fabricación de plantas y el EBITDA aumentando un 17% y un 25% respectivamente gracias a la sólida ejecución de la cartera de pedidos. La dirección prevé volúmenes constantes y buenos márgenes para el año que viene. Sin embargo, los ingresos por fabricación de acero y el EBITDA fueron un 13% y un 56% inferiores a los del año pasado, principalmente debido a los precios más bajos y los costes energéticos más altos en Italia, que son más altos que en otros países europeos. El aumento del 5% en los volúmenes vendidos no pudo compensar estos efectos negativos. La dirección apunta a aumentos de volumen llevando tanto a ABS Sisak en Croacia como a ABS Spa a la capacidad máxima, lo que debería mejorar los márgenes en el año que viene. El precio de las acciones reaccionó a un aumento de las exportaciones chinas<sup>6</sup>, que se prevé que alcancen un máximo de ocho años en 2024. La caída de la demanda interna en China, que representa más del 50% de la producción mundial, significa un aumento de la oferta en Europa y, por tanto, presión sobre los precios. Si bien el acero chino barato es una amenaza, seguimos creyendo que la Unión Europea protegerá una industria estratégica imponiendo aranceles más elevados. La

---

<sup>6</sup> [Financial Times](#)

introducción gradual del Mecanismo de Ajuste Fronterizo de Carbono, el impuesto obligatorio sobre el acero con alto contenido de carbono importado también debería ofrecer cierto apoyo a los precios. Dicho esto, consideramos que el enfoque en su división de fabricación de acero es una distracción de su división de fabricación de plantas de alta calidad. Esta unidad tiene aproximadamente dos años de ventas atrasadas, ya que la industria siderúrgica mundial utiliza su tecnología para ecologizar el acero. Creemos que se trata de un viento de cola de varias décadas.

El segundo mayor detractor fue Verallia (-22,3%, -55 pb), un importante fabricante francés de envases de vidrio, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2022. Después de un par de buenos años en los que Verallia informó de un fuerte poder de fijación de precios y un crecimiento del volumen, la fiesta llegó a su fin a finales de 2023. Habíamos reducido el tamaño de nuestra posición durante el auge, sabiendo que una desaceleración era inminente, pero esperábamos una recuperación y una reposición de existencias en la segunda mitad de 2024. Sin embargo, Verallia anunció una advertencia de beneficios a principios de julio y ahora espera un crecimiento plano. Las ventas orgánicas del segundo trimestre bajaron un 10,4%, principalmente debido a una reducción de existencias en todo el sector, que afectó a los volúmenes. Verallia se indexa en exceso a los licores y el vino con una menor exposición a la cerveza que sus comparables. La combinación de productos benefició a Verallia en 2023, siendo la cerveza la primera en bajar. Esto ahora se ha invertido, ya que los licores tardan más en recuperarse debido a la reducción de existencias en EE. UU. y la falta de crecimiento en China. Los precios de venta siguen disminuyendo en toda Europa en comparación con el pico alcanzado en el primer semestre de 2023, aunque en un contexto de recuperación gradual de la demanda y una fuerte disminución de los precios de la energía. La combinación negativa de volúmenes y precios afectó al EBITDA, que se redujo un 35 % interanual. La dirección confirmó la fase inicial de la recuperación, pero a un ritmo más lento de lo esperado y, por lo tanto, ajustó las perspectivas para el segundo semestre en consecuencia. A lo largo del ciclo, estimamos que Verallia cotiza a un rendimiento de flujo de caja libre de entre 15 y 19 %, lo que nos da tiempo para esperar una recuperación del mercado.

El tercer detractor significativo fue Var Energi (-13%, -32 puntos básicos), el operador noruego de petróleo y gas. Var informó de una producción de 293 kboepd<sup>7</sup> dentro de su guía de 280 a 300 kboepd para el primer semestre de 2024. Además, los costos estuvieron por debajo de la guía en 12,2 dólares por barril. Creemos que el nuevo director ejecutivo, Nick Walker, ex de Lundin Energy, está haciendo un buen trabajo.

---

<sup>7</sup>kboepd: miles de barriles equivalentes de petróleo por día



Pero los inversores estaban claramente decepcionados cuando su FPSO<sup>8</sup>Balder X perdió su ventana de navegación, lo que significa una producción retrasada de este importante campo hasta el segundo trimestre de 2025. Las acciones también sufrieron, ya que el petróleo Brent cayó de \$ 87 a principios del tercer trimestre de 2024 a menos de \$ 72 al final. El comentario gira en torno al colapso de la demanda de China y la OPEP + agregando barriles adicionales a partir de diciembre. Tendemos a permanecer agnósticos sobre las tendencias macroeconómicas en el muy corto plazo y usamos un precio a largo plazo de \$ 65, que creemos que refleja el precio necesario para incentivar la producción. VAR sobreindexada al gas natural, que escasea en Europa y tiene perspectivas de crecimiento a largo plazo por encima de la industria. Seguimos relajados.

El cuarto factor de detracción significativo fue una nueva posición no revelada que todavía estamos construyendo (-13,6% -25 pb). La empresa está sufriendo debido a su exposición parcial a un mercado final cíclico. El valor de mercado está ampliamente cubierto por el valor de su negocio no cíclico. La parte cíclica del negocio está pasando por un cambio con márgenes en mejora y creemos que con paciencia en la próxima recuperación se creará un valor sustancial.

El quinto mayor detractor fue Pax Technology (-18,9%, -24 pb), el disruptor chino en dispositivos Android para puntos de venta globales. Salimos de Pax durante el trimestre. A pesar de construir una participación de mercado significativa al superar a Ingenico y Verifone en los últimos años, la empresa dejó de crecer recientemente con lo que parece ser una mayor competencia china en el mercado de puntos de venta Android. Además, el capital de trabajo continuó deteriorándose y alcanzó el 57% de las ventas en el primer semestre de 2024. La empresa ha mantenido un exceso de efectivo en su balance y, si bien ha aumentado su dividendo, no ha hecho mella material en su reserva de efectivo. Nos sorprende la precisión con la que la decisión de la empresa de construir una nueva sede predijo los márgenes máximos. Debemos actuar más rápido en el futuro.

\*\*\*

## M. Dias Branco (MDIA3 BS)

M Dias Branco es el líder del mercado de galletas y galletas saladas y pastas de Brasil con una participación de volumen del 31,8% y 28,9% respectivamente y es más de 3,5

---

<sup>8</sup>FPSO: Producción, almacenamiento y descarga flotante

veces y 2 veces más grande que sus competidores en respectivos mercados. Los cinco principales jugadores controlan el 58,2% y el 65,5% de los mercados de galletas y galletas saladas y pastas respectivamente, y el resto son empresas regionales más pequeñas. M Dias genera aproximadamente el 52% de las ventas de galletas y galletas saladas y el 21% de pastas, y el resto en trigo, margarina y manteca vegetal. Con más de 20 marcas en su cartera, M Dias atiende a diferentes perfiles de clientes en diferentes mercados y categorías de productos, llegando al 90% de los hogares brasileños según Kantar. M Dias divide el negocio en Defensa (Norte y Nordeste), donde tienen el 64% de sus ventas y cuotas de mercado superiores al 50%, y Ataque (Sur, Sudeste y Medio Oeste), que constituyen el 34% de las ventas y cerca del 20% de la cuota de mercado.

Manuel Dias Branco comenzó a hornear pan en Fortaleza en 1936. M Dias Branco se formó en 1940 cuando Manuel formó una sociedad con sus hermanos José y Orlando. Desde entonces, M Dias Branco está controlada por la familia que hoy posee aproximadamente el 75% de las acciones. A través de una serie de innovaciones de productos y adquisiciones, el negocio genera más de R\$ 10 mil millones en ventas, posee cuatro marcas con más de R\$ 1 mil millones en ventas (Piraquê, Vitarella, Fortaleza y Richester) y es el jugador número uno en las categorías de galletas y galletas saladas y pastas en Brasil.

De 2015 a 2023, las ventas crecieron un 11,2% anual impulsadas por aumentos de precios y adquisiciones complementarias. Durante el mismo período, M Dias promedió un margen bruto del 38% y un margen EBITDA del 15,6%. En cuanto a los costos, M Dias opera 7 molinos de trigo, lo que le permite al negocio controlar mejor los costos en comparación con los actores más pequeños. Por lo tanto, tenemos un claro líder del mercado en una categoría de productos básicos de consumo en crecimiento con una capacidad demostrada para aumentar los precios, generando un margen EBITDA de entre 15 y 19%, principalmente debido al reconocimiento de marca, la escala y cierta capacidad para controlar los costos. El mercado valoró el negocio por encima de 15 veces el valor empresarial a EBIT hasta 2022.

Sin embargo, surgieron problemas. Primero fue la COVID, seguida rápidamente por una inflación galopante. Históricamente, los movimientos desfavorables en los precios mundiales del trigo y el aceite de palma se contrarrestaron con movimientos favorables del tipo de cambio. Durante los años de la COVID, 2020 y 2021, los márgenes se vieron afectados por una combinación desfavorable de precios y tipos de cambio. El año 2022 también se vio afectado por una amplia inflación del precio del trigo debido a la guerra en Ucrania. Creemos que estos movimientos altamente inusuales se normalizarán con el tiempo. De hecho, estas tendencias se normalizaron en 2023. Sin embargo, como la empresa es líder del mercado, a menudo lidera los aumentos de precios y es algo más

lenta a la hora de reducirlos. Esto ha provocado volúmenes más volátiles en comparación con el historial debido a los movimientos extremos.



La crisis no fue en vano. Mientras tanto, la dirección trabajó en mejorar la eficiencia operativa en todos los frentes. Simplificaron los SKU (redujeron en más de 300), se centraron en productos de mayor valor añadido, establecieron objetivos para crecer a nivel nacional en las regiones subrepresentadas (región de ataque) y expandirse internacionalmente, ya sea aumentando las exportaciones o ingresando a nuevos países. Se han incorporado nuevos directivos de empresas internacionales de alimentos y bebidas para profesionalizar el negocio, mejorar la cadena de suministro y optimizar el capital de trabajo. Algunos de los cambios ya se notan: la dirección está negociando las condiciones de crédito con los proveedores, aumentando los días de pago de 18 en 2020 a 58 en 2023, lo que resultó en una importante liberación de efectivo para el negocio. Además, han reducido los gastos generales y administrativos.<sup>9</sup> Los costos como porcentaje de las ventas pasaron del 25,7% en 2019 al 20,5% en 2023. Otros cambios llevarán más tiempo, según las conversaciones con los expertos de la industria. El crecimiento de M Dias en el sur se ve obstaculizado por los desafíos de distribución, que probablemente se deben a la falta de capacidad de producción en la región. La empresa está cubriendo la demanda de los sitios de producción ubicados en el norte, lo que resulta en más entregas tardías. Si bien esto ha mejorado (la empresa señala que las entregas completas a tiempo aumentaron del 41% en 2021 al 76% en 2023), todavía hay un margen de mejora significativo. Si bien la empresa tiene una entrega propia muy fuerte en el norte, depende más de mayoristas y distribuidores en el sur, lo que tiene una rentabilidad menor. Están aumentando la entrega propia, poseen nuevos canales de distribución y lo más probable es que consoliden y reubiquen las instalaciones de fabricación. Todas estas iniciativas no solo podrían

<sup>9</sup>Ventas, General y administración

ayudar a la recuperación del margen, sino que también deberían generar mejoras adicionales por encima de los niveles históricos.

La dirección está intentando hacer frente a la creciente penetración del canal Cash & Carry en el mercado brasileño. La proporción de Cash & Carry de M Dias ha aumentado del 16,2% en 2016 al 24,5% en 2023. Esta tendencia ha ejercido presión sobre los márgenes, ya que el Cash & Carry tiene un poder de negociación significativamente mayor que el de los pequeños comercios. Para mejorar el posicionamiento competitivo, la dirección está trabajando en el desarrollo de los productos y los envases adecuados para el Cash & Carry, así como en la mejora de la distribución a los pequeños comercios del sur.

El equilibrio entre precio y volumen después de la inflación, la introducción de un esquema fiscal complicado y algunos desafíos de implementación de ERP (nunca hemos oído hablar de una implementación de ERP que haya ido según lo planeado) ofrecieron un punto de entrada interesante para un negocio que, por lo demás, era bueno. A medida que la presión de los costos se enfría, además de las iniciativas de la gerencia para simplificar el negocio, ajustar los precios y mejorar la utilización, esperamos ver que los márgenes de EBITDA vuelvan al rango del 15-16% en línea con el historial y probablemente por encima. En nuestra opinión, M Dias cotiza a un rendimiento de flujo de caja libre de entre el 15 y el 19%, la mitad del múltiplo de empresa a EBIT anterior a la crisis (7,5x frente a 15x) y ahora no tiene deuda en su balance. Creemos que la empresa tendrá margen para seguir consolidando el mercado y aumentar el dividendo sustancialmente.

\*\*\*

Como ya hemos indicado en nuestras cartas anteriores, actualmente no cobramos comisiones de gestión hasta que el fondo alcance un tamaño mayor. En ese caso, la comisión de gestión de la clase fundadora será solo del 1% de los activos. No cobramos comisiones de entrada ni de salida.

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

Tenemos un acuerdo comercial con **Cobas Asset Management** para distribuir nuestro fondo en España. Ya puedes abrir una cuenta y realizar órdenes con ellos. Para más información, ponte en contacto con ellos por teléfono o correo electrónico. En el futuro, esperamos que sea posible a través de su página web. Puedes contactar con el equipo de Cobas en el +34 91 755 68 00 o [sopORTEinstitucional@cobasam.com](mailto:sopORTEinstitucional@cobasam.com)



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

Actualmente son distribuidores en España las siguientes entidades financieras: Renta 4, Ironia, Lombard Odier, Creand así como muchas otras entidades que trabajan a través de las principales plataformas en las que el fondo está disponible bajo demanda: Allfunds Bank e Inversis.

En el Reino Unido nos ofrecen en la plataforma de bajo coste AJ Bell [ajbell.co.uk](http://ajbell.co.uk) y puede ser parte de una ISA o pensión.

Nuestro fondo también está disponible en Interactive Brokers [interactivebrokers.com](http://interactivebrokers.com) donde puede abrir una cuenta en casi cualquier jurisdicción (fondo no disponible en EE. UU.). SwissQuote [swissquote.com](http://swissquote.com). También ofrece acceso casi mundial, donde prácticamente cualquier nacionalidad (excepto EE. UU.) puede abrir una cuenta sin que los impuestos suizos locales sean un problema.

Si tiene algún problema para encontrar nuestro fondo o desea obtener más información sobre nosotros y nuestro proceso, comuníquese con nosotros en [IR@palmharbourcapital.com](mailto:IR@palmharbourcapital.com)

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

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 mediano plazo de la cartera actual.

*En otras noticias, la niña de Konstantinos dio sus primeros pasos y los hijos de Diana y Peter comenzaron segundo y primer año de escuela en septiembre respectivamente. Diana también está estudiando para terminar una licenciatura en historia del arte y culturas visuales.*



*¡Salud!*

*Atentamente,*

*Palm Harbour Capital*

*Esta información la comunica Palm Harbour Capital LLP, que está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Este material es solo informativo y no constituye una oferta o recomendación para comprar o vender ninguna inversión ni suscribirse a ningún servicio de gestión o asesoramiento de inversiones.*

*En relación con el Reino Unido, esta información está dirigida únicamente a, y solo puede distribuirse a, personas que sean "profesionales de la inversión" (es decir, personas que tengan experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones) definidos en los Artículos 19 y 49 de la Ley de Servicios Financieros y Mercados de 2000 (Promoción Financiera) Orden de 2001 y los Artículos 14 y 22 de la Ley de Servicios Financieros y Mercados de 2000 (Promoción de Esquemas de Inversión Colectiva) (Exención) Orden de 2001 y/o cualquier otra persona a la que se le permita recibir este documento según la Ley de Servicios Financieros y Mercados de 2000.*

*Toda inversión, actividad de inversión o actividad controlada a la que se refiere esta información está disponible únicamente para dichas personas y se llevará a cabo únicamente con ellas. Las personas que no tengan experiencia profesional no deben confiar en esta información ni actuar en función de ella, a menos que sean personas a las que se aplique cualquiera de los párrafos (2)(a) a (d) del artículo 49 y a las que se pueda distribuir legalmente esta información.*

*En el caso de las inversiones, su capital está en riesgo y el valor de una inversión y los ingresos que genere pueden subir o bajar, pueden verse afectados por las variaciones del tipo de cambio y es posible que no recupere el monto invertido. El rendimiento pasado no es necesariamente una guía del rendimiento futuro y, cuando el rendimiento pasado se expresa en términos brutos, se deben tener en cuenta los gastos de gestión de la inversión y los gastos de transacción, ya que afectarán a su rentabilidad. Las desgravaciones o los umbrales fiscales mencionados se basan en las circunstancias personales y la legislación vigente, que está sujeta a cambios.*

*No garantizamos que esta información, incluida la información de terceros, sea precisa o completa y no debe confiarse en ella 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 se encuentren dentro de esta categoría. Esta información debe leerse junto con la documentación pertinente del fondo, que puede incluir el prospecto del fondo, el prospecto simplificado o la documentación complementaria y, si no está seguro de si alguno de los productos y carteras presentados son la opción adecuada para usted, busque asesoramiento financiero independiente proporcionado por terceros regulados.*