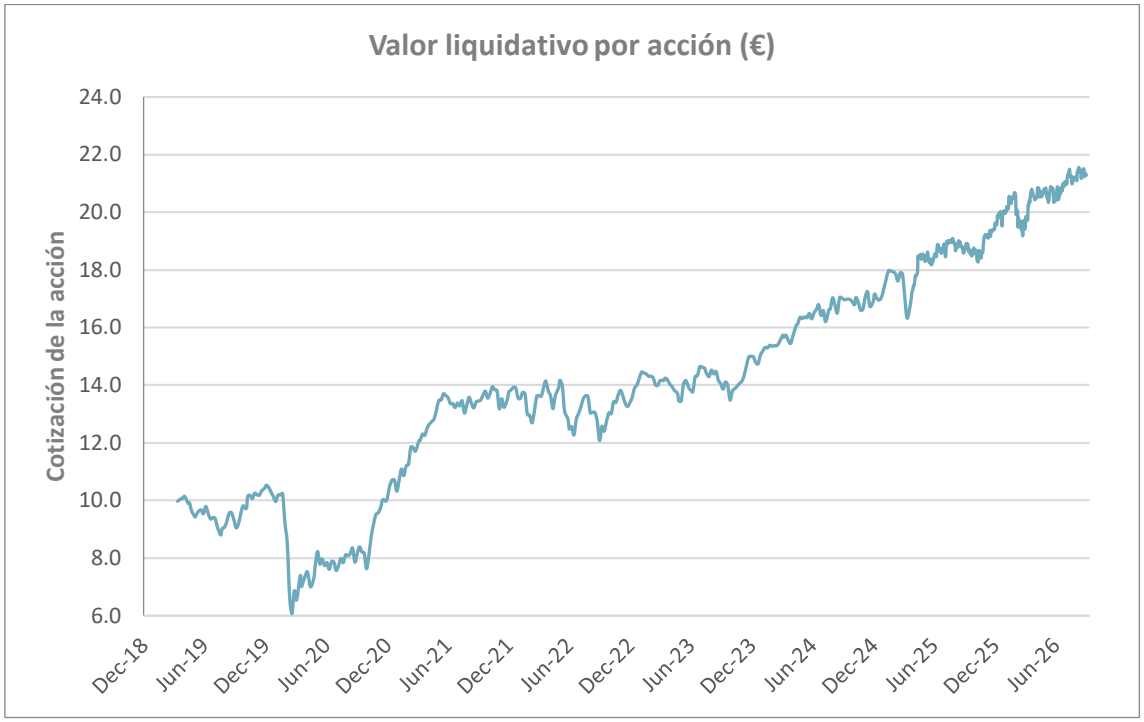
Estimados inversores:

Durante el tercer trimestre, el fondo registró una rentabilidad del 4,02 %[1] (30/09/2026). No disponemos de un índice de referencia específico en nuestro Documento de Información Clave para el Inversor (KIID) y, por lo tanto, no podemos pronunciarnos sobre la rentabilidad relativa. Dejamos que seas tú quien decida. Observamos que la cifra anterior parece mejor que los índices de referencia europeos y mundiales. Nuestro último valor liquidativo (VAL) comunicado al cierre del trimestre fue de 21,24 (30/09/2026), un +4,02 % respecto al VAL más cercano comunicado al cierre del segundo trimestre, que fue de 20,42 (30/06/2026). Esto sitúa la rentabilidad del valor liquidativo (VL) en el último año en un +13,2 % (del 30/09/2026 al 30/09/2025). Nuestra rentabilidad anual compuesta a cinco años es del 11,9 % y la rentabilidad del valor liquidativo desde el inicio hasta el cierre del trimestre es del 112,4 %, lo que supone una rentabilidad anual compuesta del 10,6 %. Nos mostramos extremadamente optimistas respecto a las perspectivas de nuestra cartera y creemos que, con el tiempo, alcanzaremos nuestro objetivo de rentabilidad anual compuesta. La composición de nuestro fondo no se asemeja a la de ningún índice, por lo que es poco probable que nuestro rendimiento sea similar al de estos.

[1] Nuestro valor liquidativo (NAV) lo calculaba semanalmente FundPartner Solutions, una filial de Pictet & Cie, y no se ajustaba a los informes mensuales ni trimestrales. Desde finales de abril de 2025, nuestro valor liquidativo se calcula a diario, pero las cifras históricas son semanales. Consulte nuestro comentario sobre las comisiones de gestión.



El ruido del mercado durante el tercer trimestre estuvo dominado en gran medida por los mismos temas que en el segundo trimestre, con especial atención al «movimiento de la IA» y a los acontecimientos geopolíticos en torno al cierre del estrecho de Ormuz, que afectaron al petróleo y al gas (y a muchos de sus derivados). El tema más reciente que se suma a esta lista es el aumento de los rendimientos de los bonos a largo plazo, especialmente en Francia, pero también en EE. UU., el Reino Unido y muchos otros países.

Intentamos construir una cartera diversificada de inversiones de enfoque ascendente y basadas en los fundamentos, y tendemos a no centrarnos excesivamente en predecir la macroeconomía. Creemos que se trata, en gran medida, de un juego de tontos en el que pocos, si es que hay alguno, son capaces de obtener una ventaja de forma regular. Dicho esto, sí que intentamos construir una cartera sólida que, en nuestra opinión, funcione en la mayoría de los entornos macroeconómicos. La ventaja de una cartera diversificada es que, aunque una o dos posiciones puedan verse afectadas negativamente, la cartera en su conjunto puede seguir obteniendo resultados positivos.

Nuestra cartera tiene una exposición directa limitada al tema de la IA. Sin embargo, contamos con una inversión, que se presenta al final de esta carta. También tenemos algunas posiciones que pueden tener exposición indirecta, como el cobre. Aunque el mercado parece cambiar de enfoque periódicamente, pasando de los ganadores y perdedores de la IA a las preocupaciones sobre los gastos de capital poco rentables en IA y la posibilidad de una burbuja en las acciones relacionadas con la IA, creemos que nuestra cartera está relativamente protegida. Aunque algunas inversiones relacionadas, en particular el cobre,

experimentarán una fuerte demanda como resultado de las inversiones en IA, creemos que el cobre sigue teniendo una oferta escasa, incluso si se produce una corrección y un exceso de oferta temporal en centros de datos, etc.

Hemos reducido nuestra exposición al petróleo y al gas, pero seguimos manteniendo algunas posiciones, a pesar de los elevados niveles de precios. Creemos que la duración del actual conflicto con Irán y el tiempo necesario para reconstruir las existencias podrían muy bien prolongarse, y nuestra exposición nos proporciona una cierta cobertura frente a nuestras inversiones que se ven afectadas negativamente por la crisis (por ejemplo, el gasto de consumo en los mercados emergentes). Estamos buscando activamente otros posibles beneficiarios, pero nos mostramos muy cautelosos con respecto a las valoraciones.

Un tercer tema, los rendimientos de los bonos, es mucho más complicado. Los rendimientos pueden subir por diversas razones, entre las que se incluyen las expectativas de inflación y crecimiento, la oferta y la demanda y, por supuesto, la capacidad de pago, entre otras. Nos enfrentamos a incertidumbres en todas estas cuestiones. La inflación es elevada y tiende al alza debido a los altos precios del petróleo y el gas, con el consiguiente aumento de los costes del transporte y los alimentos. El crecimiento se ve actualmente favorecido por mecanismos contables más que por un auténtico impulso económico. Las grandes empresas tecnológicas están invirtiendo más del 100 % de su flujo de caja libre en infraestructura de IA: chips, racks y centros de datos. Los proveedores contabilizan los ingresos y los beneficios de forma inmediata, mientras que las grandes empresas tecnológicas reparten el coste a lo largo de varios años mediante la amortización. El resultado: los beneficios declarados parecen más sólidos que la generación de efectivo subyacente, y esa brecha se reducirá una vez que se normalicen los gastos de capital y se aplique la amortización. La inflación supone un segundo obstáculo. La presión sobre los precios impulsada por el petróleo está erosionando los salarios reales, y el menor poder adquisitivo ya está afectando al consumo, especialmente en los mercados emergentes. A nivel soberano, los déficits se están ampliando y la oferta de bonos está aumentando, lo que plantea dudas sobre la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. Francia destaca en este sentido: al estar vinculada al euro, no puede devaluar su moneda para recuperar competitividad, lo que amplifica las preocupaciones del mercado en torno a la trayectoria fiscal.

Creemos que nuestra cartera está relativamente protegida frente al aumento de los rendimientos a largo plazo. Si bien unos rendimientos más altos reducen el valor actual de los flujos de caja futuros y, por lo tanto, reducen las valoraciones de la renta variable (y pueden resultar más atractivos y competir con la renta variable por el capital), nuestra cartera tiene una duración mucho más corta que el mercado en su conjunto (en particular, el sector tecnológico no rentable). El hecho de que nuestra cartera cotice con un elevado rendimiento del flujo de caja libre y una baja relación precio-beneficio significa que el

aumento de los rendimientos tiene un impacto mucho menor que el que tiene en las acciones de mayor duración.

Otros factores que podrían afectar a nuestra cartera son los gastos por intereses y el apalancamiento. Dado que una empresa debe refinanciar su deuda a plazo fijo existente o pagar tipos más altos por su deuda a tipo variable, el aumento de los gastos por intereses reduce el flujo de caja libre. Alrededor del 50 % del fondo está invertido en empresas con efectivo neto, en las que ocurre lo contrario, ya que se benefician de invertir ese efectivo a tipos más altos. Creemos que solo el 5 % de nuestra cartera presenta un apalancamiento que podría considerarse elevado, pero estas empresas, ya sea por suerte o por planificación, tienen muy pocos vencimientos a corto plazo. Además, utilizamos tipos de interés normalizados en nuestras valoraciones y, por lo tanto, nunca hemos tenido en cuenta los tipos históricamente bajos del pasado reciente.

Nominalmente, tenemos una exposición de aproximadamente el 10 % a acciones cotizadas francesas; sin embargo, el componente más importante es a través de Louis Hachette/Lagardère, que solo obtiene alrededor del 23 % de sus ingresos en Francia (repartidos entre el sector minorista de viajes y la edición). El segundo es Odet/Vivendi, cuya exposición se centra principalmente en el efectivo y en Universal Music Group, que a su vez tiene menos del 5 % de sus ingresos expuestos a Francia. Solo la tercera, LNA Santé, nuestra empresa francesa dedicada a la gestión de residencias de ancianos, presenta una elevada exposición a Francia, al sector inmobiliario (afectado negativamente por los elevados rendimientos de los bonos) y al gasto público (en caso de que, en algún momento, se produzcan recortes presupuestarios). Estamos siguiendo de cerca la situación y observamos que la posición representa menos del 2 % del fondo. Aunque creemos que, a día de hoy, es poco probable que se produzca un impago soberano, observamos con preocupación cómo los políticos parecen gastar de forma imprudente. LNA presta servicios esenciales a la creciente población de personas mayores, por lo que, a pesar de estos problemas, creemos que el modelo de negocio sigue siendo sólido.

Nos mantenemos alerta y seguimos fieles a nuestro proceso de inversión paciente, a largo plazo y basado en los fundamentos. Invertimos únicamente en empresas generadoras de efectivo que comprendemos bien y que cotizan a valoraciones muy razonables. Creemos que esto nos dará buenos resultados a largo plazo. De hecho, son precisamente nuestras empresas más pequeñas, menos favorecidas y que no figuran en los principales índices las que, en nuestra opinión, obtendrán buenos resultados en la mayoría de las circunstancias a medio plazo.

Durante el trimestre, hemos abierto una nueva posición en CTS Eventim, el grupo líder en Europa en venta de entradas y espectáculos en directo. Las acciones han retrocedido bruscamente desde sus máximos debido a las preocupaciones sobre la inteligencia artificial

y el aumento de la intensidad de capital a medida que el grupo amplía su cartera de recintos propios, a lo que se sumó el anuncio en septiembre de la repentina salida del director financiero. Consideramos que estas preocupaciones son exageradas y seguimos confiando en la solidez subyacente del negocio y en sus perspectivas a largo plazo. Destacamos las importantes compras realizadas recientemente por personas con información privilegiada.

Vendimos nuestra posición en Watches of Switzerland tras obtener una sólida rentabilidad (108 % y una contribución de 334 puntos básicos) a raíz de la perturbación del mercado provocada por los aranceles impuestos por Trump el Día de la Liberación, y las especulaciones sobre una posible adquisición llevaron posteriormente a las acciones a un nivel cercano a nuestro valor razonable. Reinvertimos parte de los fondos obtenidos en Oriental Watch, un minorista chino de Rolex que ofrece una rentabilidad por dividendo de alrededor del 10 % y potencial alcista derivado de cualquier recuperación de la demanda china de artículos de lujo, y que cuenta con más de la mitad de su capitalización bursátil en efectivo. Salimos de Norma Group participando en su programa de recompra pública de acciones a 22,35 € por acción y vendiendo en el mercado la posición restante, de menor tamaño. También salimos de Piraeus Port Authority, tras una ganancia del 113 % que aportó 332 puntos básicos al fondo, a medida que el precio de la acción se acercaba a nuestro valor razonable estimado.

En la junta general de accionistas de mayo de 2026, Bolloré SE aprobó un dividendo extraordinario de 1,5 € por acción, por un total de 4.200 millones de euros, que se abonó a finales de junio. Aunque la cifra global sugiere una gran salida de efectivo, se estima que solo 1.200 millones de euros llegan a los accionistas minoritarios externos. Los 3 000 millones de euros restantes permanecieron dentro de la estructura de participaciones controlada por la familia (principalmente a través de Odet y Sofibol). Posteriormente, el consejo de administración de Odet decidió redistribuir 2 500 millones de euros (pagados a finales de septiembre). Las empresas que controlan directa o indirectamente a Odet también declararon dividendos extraordinarios. Como resultado de la distribución de estos dividendos intermedios extraordinarios, Bolloré SE y sus filiales han recibido, en un movimiento circular, 2.000 millones de euros. La operación debe interpretarse más bien como una importante reasignación interna de efectivo dentro del «universo Bolloré» que como una mera devolución de capital a los inversores externos. Creemos que esto significa que el saldo de efectivo de Bolloré no ha disminuido tanto como sugiere el dividendo inicial y, por lo tanto, la caída del precio de la acción tras estos cuantiosos dividendos es injustificada, ya que el valor intrínseco real no ha disminuido mucho. Esto implica que el descuento de Odet se ha ampliado, lo que la hace aún más atractiva. Bolloré parece estar de acuerdo, ya que está recomprando acciones de forma agresiva.

Al cierre del trimestre, nuestra cartera presentaba un potencial alcista superior al 110 % respecto a nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba con un PER medio ponderado de

6,3 veces (neto de efectivo), un rendimiento FCF/EV del 19,7 % y una rentabilidad sobre el capital tangible del 30%.

***

Colaboradores		Factores negativos	
Cirsa	165 pb	Ginebra San Miguel	-70 pb
Fleury	98 pb	Danieli	-55 pb
Vår Energi	91 pb	Vivendi	-54 pb
Atalaya Mining	72 pb	GCC	-54 pb
Samyung Trading	58 pb	LNA Santé	-41 pb

La empresa que más contribuyó durante el trimestre fue Cirsa (+49 %, +165 puntos básicos), el operador español de juegos de azar que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2026. La italiana Lottomatica, de la que también somos accionistas, anunció el 2 de septiembre que había acordado adquirir Cirsa en una operación íntegramente en acciones que valora la empresa objetivo en 16,55 € por acción, lo que supone una prima de más del 21 % respecto al cierre anterior y un múltiplo EV/EBITDA estimado para 2026, antes de sinergias, de 6 veces. La fusión dará lugar al segundo mayor operador cotizado de juegos de azar y apuestas deportivas a nivel mundial, con un EBITDA ajustado pro forma de aproximadamente 2.000 millones de euros. Se espera que Blackstone se convierta en el mayor accionista de la empresa fusionada, con alrededor del 24 % del capital social de la misma. Cinco días después del anuncio inicial, Lottomatica añadió que espera un EBITDA online incremental de entre 200 y 300 millones de euros para el tercer año tras el cierre de la operación. Nos gusta la fusión y, aunque hemos recortado parte de las ganancias, nuestra posición combinada en Cirsa y Lottomatica la convierte en la mayor del fondo. Nos complace especialmente que la operación se realice íntegramente mediante canje de acciones. Cirsa cotizaba con un fuerte descuento, y una adquisición en efectivo probablemente habría requerido un precio significativamente más alto. Antes de que se complete la operación, Cirsa distribuirá un dividendo extraordinario de 262 millones de euros a sus accionistas, equivalente a 1,56 euros por acción. También se espera que los accionistas de Cirsa reciban hasta 100 millones de euros en dividendos ordinarios correspondientes al ejercicio completo de 2026, lo que equivale a un máximo de 0,60 euros por acción, con lo que la distribución combinada ascendería a un máximo de 2,16 euros por

acción. Tras el cierre, la empresa resultante de la fusión tiene la intención de devolver otros 744 millones de euros a través de dividendos y/o una oferta pública de adquisición parcial de acciones, con capacidad para devolver hasta 4 000 millones de euros de capital durante los tres primeros años. Vemos un potencial considerable en esta fusión, así como un importante margen de revalorización y una buena rentabilidad para los accionistas a partir de ahora.

El segundo mayor contribuyente fue Fleury (+52 %, +98 puntos básicos), el principal proveedor brasileño de servicios de diagnóstico y atención sanitaria. El principal catalizador fue un sólido informe de resultados del segundo trimestre, que demostró que la empresa estaba registrando un robusto crecimiento orgánico al tiempo que mantenía los márgenes y generaba un flujo de caja sustancial. Los ingresos aumentaron un 14,4 %, el EBITDA creció un 15,2 % y el beneficio neto se incrementó un 45,7 %, con unos resultados que superaron las expectativas del mercado. Fleury está ganando cuota de mercado y la dirección indicó que no se prevén cambios en las tendencias subyacentes para el segundo semestre, respaldadas por la maduración de la nueva capacidad y el crecimiento continuado del negocio «Lab-to-Lab».

El tercer mayor contribuyente fue Vår Energi (+32 %, +91 puntos básicos), la productora noruega de petróleo y gas, que fue el mayor factor negativo para el fondo en el segundo trimestre. El principal catalizador, además del repunte de los precios del petróleo, fue el anuncio de la fusión con BlueNord, que aumenta significativamente la escala y la diversificación de la cartera de producción de Vår Energi mediante la incorporación de activos daneses de larga vida en el Mar del Norte. La dirección espera que la operación impulse la producción, el flujo de caja y el flujo de caja libre por acción, con un objetivo de sinergias después de impuestos de entre 250 y 300 millones de dólares hasta 2032. En general, la operación supone una importante evolución de Vår Energi, que pasa de ser un productor centrado en Noruega a convertirse en una plataforma del Mar del Norte más grande y diversificada, con una mayor escala de producción, generación de efectivo y capacidad de reparto de dividendos a largo plazo. El anuncio vino acompañado de unos resultados récord en el segundo trimestre, que incluyen un flujo de caja operativo después de impuestos de 2.1 mil millones de dólares y una reducción del apalancamiento neto hasta 0,4x. Vår sigue siendo estratégica para la seguridad energética europea y, a pesar de la evolución de la acción, cotiza a múltiplos atractivos en un contexto de precios del petróleo y el gas significativamente más bajos.

El cuarto mayor contribuyente fue Atalaya Mining (+35 %, +72 puntos básicos), el productor español de cobre que cotiza en Londres. La combinación de un precio del cobre sólido, un mejor rendimiento operativo, un balance que se fortalece rápidamente y una mayor visibilidad sobre la producción futura animó a los inversores durante el trimestre. La producción de cobre del segundo trimestre aumentó hasta las 13,5 kt, mientras que el

EBITDA alcanzó los 78,2 millones de euros, un récord trimestral, gracias a un precio realizado del cobre de 6,14 dólares/lb y a un sólido comportamiento de los costes. La fuerte generación de efectivo incrementó el efectivo neto hasta los 318 millones de euros a finales de junio, lo que proporciona a Atalaya una considerable capacidad financiera para financiar su cartera de proyectos de crecimiento. Creemos que, por muy alto que suba el precio del cobre, se tardará entre 5 y 10 años en construir una gran mina. Las minas existentes ya están produciendo al máximo de su capacidad, por lo que hay muy poco riesgo de que llegue al mercado una producción adicional a corto plazo.

El quinto mayor contribuyente fue Samyung Trading (+33 %, +58 puntos básicos), la empresa coreana de distribución y comercio industrial que también gestiona una empresa conjunta altamente rentable con el gigante óptico francés EssilorLuxottica. Aunque sus resultados del primer semestre mostraron una mejora de la rentabilidad subyacente, la acción subió después de que la empresa anunciara la absorción de su filial al 100 % SYT Ethanol mediante una fusión a pequeña escala sin intercambio de efectivo, una operación destinada a simplificar la estructura corporativa y mejorar la eficiencia operativa. El won surcoreano se apreció más de un 15 % frente al euro, lo que también contribuyó positivamente durante el trimestre. Tenemos posiciones en Samyung por su participación del 49,8 % en Essilor Korea, la empresa conjunta con EssilorLuxottica, de la que Samyung recibió dividendos por valor de 29 900 millones de wones en el primer semestre de 2026. Con un múltiplo de 9,5 veces los beneficios de la empresa conjunta (EssilorLuxottica cotiza muy por encima de 20 veces), toda la capitalización bursátil de Samyung puede explicarse únicamente por el valor de la empresa conjunta, sin tener en cuenta el importante efectivo e inversiones a nivel de la sociedad matriz ni atribuir ningún valor a sus operaciones comerciales.

El principal factor negativo durante el trimestre fue Ginebra San Miguel (-18 %, -70 puntos básicos), la empresa filipina de ginebra y bebidas espirituosas que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2021. El segundo trimestre trajo consigo una menor facturación, con una caída de los ingresos del 2,2 % interanual, mientras que el contexto general del consumo siguió siendo difícil, en medio de la inflación, un peso más débil y un crecimiento económico moderado en Filipinas. Aunque los volúmenes disminuyeron debido a la cautela de los consumidores a la hora de gastar en un contexto macroeconómico complicado, no creemos que se trate todavía de un caso en el que a la ginebra se le acabe la tónica. La dirección no aprecia cambios estructurales en las tendencias de consumo y espera una recuperación de los volúmenes en la segunda mitad del año. La actividad promocional sigue siendo elevada, y Ginebra también está intensificando sus iniciativas para estimular la demanda. Al nivel de precios actual, Ginebra cotiza a un múltiplo de 6-7 veces el flujo de caja libre histórico (excluyendo su posición de efectivo neta), mientras que ha registrado un crecimiento de dos dígitos en ventas y EBIT durante la última década y sigue pagando un

dividendo considerable mientras esperamos una mejora de la situación macroeconómica filipina.

El segundo factor que más lastró el resultado fue Danieli (-27 %, -55 puntos básicos), el fabricante italiano de plantas siderúrgicas y productor de acero, al que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2020. Su cotización se debilitó durante el verano tras conocerse la noticia de que se había pospuesto un proyecto importante. La empresa tenía previsto construir una planta siderúrgica ecológica de 3.200 millones de euros en Piombino (Italia), lo que habría más que duplicado la cartera de pedidos de la división de construcción de plantas de Danieli. Metinvest Adria (una empresa conjunta al 75/25 entre la siderúrgica ucraniana Metinvest y Danieli) está buscando activamente nuevos socios de capital, aunque la crisis energética podría dificultar la planificación del proyecto. Además, a principios de septiembre, un corredor de bolsa eliminó a Danieli de su lista de «selecciones italianas» y redujo sus estimaciones de EBITDA, alegando problemas de plazos de ejecución, logística y presión sobre los márgenes. Cuando Danieli publicó sus resultados anuales el 25 de septiembre, la caída del 9 % en los ingresos y del 27 % en el beneficio operativo fue peor de lo esperado. La empresa se vio afectada por unas provisiones mal explicadas relacionadas con la finalización de algunos proyectos de construcción de plantas. La empresa también publicó unas previsiones muy conservadoras para el próximo ejercicio fiscal. Aunque habíamos reducido nuestra posición de forma significativa cuando el precio de la acción se situaba en niveles más altos, mantuvimos una pequeña posición, ya que esperábamos una conversión de las acciones «Saver» (preferentes) con la publicación de los resultados anuales. Esto no sucedió.

El tercer factor más negativo fue Vivendi (-34 %, -54 puntos básicos), el holding francés de inversiones y medios de comunicación. Un tribunal de apelación de París dictaminó el 8 de julio que la familia de Vincent Bolloré no tiene el control de facto de la empresa, lo que frenó las esperanzas de una adquisición total. La debilidad también se debió a una fuerte caída en el valor de su importante participación en Universal Music Group. Las acciones de UMG se desplomaron tras la publicación de sus resultados del segundo trimestre el 30 de julio, ya que el crecimiento de los ingresos por suscripciones se ralentizó hasta el 6,7 % desde el 7,9 % del primer trimestre, lo que suscitó preocupaciones sobre el ritmo de crecimiento del streaming. Los propios resultados del primer semestre de Vivendi, publicados en septiembre, tuvieron menor relevancia, pero tampoco resultaron favorables. Vivendi cotiza con un descuento del 49 % respecto al valor liquidativo (NAV), y su participación de alrededor del 10 % en UMG parece cada vez más interesante tras la reciente caída.

El cuarto factor que más lastró el resultado fue GCC (-17 %; -54 puntos básicos), el fabricante mexicano de cemento centrado en el mercado estadounidense. Aunque sus resultados del segundo trimestre mostraron un aumento de los volúmenes de cemento y hormigón en EE. UU. (+10,8 %) y una mejora continuada en México, los precios del cemento

en EE. UU. siguieron bajo presión (-3 %), y la dirección destacó la creciente competencia del cemento importado. El principal reto a corto plazo es la puesta en marcha del nuevo horno de Odessa, que comenzó a producir en junio. GCC está incurriendo temporalmente en mayores costes de transporte y logística, ya que abastece al mercado desde sus plantas existentes mientras se pone en marcha la nueva capacidad. La dirección espera que estos costes se concentren en el tercer trimestre y que se normalicen hacia finales de año y a lo largo de 2027. Seguimos valorando positivamente a GCC por su sólido balance con saldo de caja neto, su bajo coste de producción y su disciplinada asignación de capital. Creemos que nos encontramos cerca de un punto de inflexión en el flujo de caja libre, ya que la inversión en Odessa está prácticamente concluida. Cualquier repunte del gasto en vivienda o en infraestructuras será de ayuda, aunque, con el aumento de los rendimientos de los bonos, es probable que esto se retrase aún más en el futuro.

El quinto factor que más lastró el rendimiento fue LNA Santé (-17 %, -41 pb), el operador francés de residencias de ancianos y centros sanitarios, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2022. La empresa registró un sólido crecimiento subyacente de los ingresos del 8 % en el primer semestre, incluido un crecimiento orgánico del 7 %, y la dirección elevó posteriormente su objetivo de crecimiento orgánico para todo el año del 5 % al 6 %. La decepción se centró, en cambio, en la rentabilidad y la generación de efectivo. El EBITDA operativo creció solo un 3,6 %, con un margen que se redujo en 34 puntos básicos hasta el 8,2 %, ya que dos clínicas de rehabilitación en proceso de reestructuración generaron pérdidas significativas. La dirección también redujo su objetivo de flujo de caja libre para 2026 de 50 millones de euros a entre 40 y 45 millones de euros, lo que refleja los mayores costes de inversión y reestructuración necesarios para transformar la cartera. No obstante, LNA reiteró su objetivo de mejorar el beneficio operativo en 2026, mientras que las camas que se encuentran actualmente en proceso de reestructuración ofrecen un importante potencial de mejora del margen a medida que recuperen su plena capacidad.

***

Hanyang ENG (045100 KS)

Se habla de inteligencia artificial por todas partes. Las empresas que fabrican los chips, los centros de datos y la infraestructura energética necesarios para dar soporte a la IA se han convertido en algunas de las inversiones más comentadas del mundo. Como inversores en valor, no es ahí donde encontramos las oportunidades más interesantes. Por lo general, nos sentimos más cómodos mirando un poco más abajo en la cadena, donde las expectativas son menores y las valoraciones menos exigentes. Esta es una de las razones por las que seguimos dedicando tiempo a empresas coreanas con fuertes descuentos.

Corea es un mercado atípico. Alberga algunas de las empresas tecnológicas más importantes del mundo, pero muchas de las empresas que suministran a esas compañías siguen siendo

relativamente desconocidas fuera de Corea. Al mismo tiempo, la iniciativa nacional de revalorización empresarial está animando a las empresas a prestar más atención a la asignación de capital y al valor para los accionistas, con el fin de reducir el persistente descuento de valoración de la renta variable coreana.

Esa combinación nos llevó a invertir en Hanyang ENG.

Hanyang ENG es una empresa coreana líder especializada en EPC ([2]) para infraestructuras de fábricas de semiconductores. La empresa diseña, instala y fabrica sistemas de suministro de gases y productos químicos de pureza ultraalta —la «fontanería» esencial dentro de las fábricas de semiconductores—. Suministra sistemas centrales de suministro de productos químicos (CCSS) que almacenan, gestionan y distribuyen estos materiales en cantidades y presiones precisas sin contaminación (pensemos en partes por billón dentro de una sala limpia). Esto posiciona a Hanyang ENG como un beneficiario exclusivo de la expansión de la capacidad de producción de semiconductores.

Hanyang ENG fue fundada por Kim Hyung-yuk, un antiguo directivo de Samsung, y lleva mucho tiempo operando como proveedor clave de los dos gigantes coreanos de los semiconductores. Sus principales clientes son Samsung Electronics, Samsung C&T, SK hynix y SK ecoplant. En conjunto, estos representaron aproximadamente el 80 % de los ingresos de 2025, procediendo la mayor parte del ecosistema de Samsung. La empresa opera en un mercado caracterizado por elevadas barreras técnicas y relaciones duraderas con los clientes. Su exposición principal se centra en los ciclos de inversión de Samsung y SK hynix, más que en la demanda de chips del mercado final o en la volatilidad de los precios. Desde el punto de vista geográfico, la construcción simultánea de fábricas en varios países (especialmente en EE. UU.) constituye un factor estructural positivo.

Los resultados de la empresa en 2024 y 2025 se mantuvieron moderados debido a las elecciones en Corea, seguidas de los problemas arancelarios con EE. UU., que retrasaron los proyectos de expansión, especialmente en las inversiones de Samsung en EE. UU. Esto llevó a centrarse temporalmente en el mantenimiento —que suele suponer solo entre el 30 % y el 40 % de los ingresos— en lugar de en proyectos de nueva construcción. Ahora esto ha cambiado. Impulsados por el auge de las infraestructuras de IA, los fabricantes de semiconductores están construyendo por primera vez fábricas en varios países a la vez, con una inversión especialmente elevada en Estados Unidos. Al mismo tiempo, las fábricas modernas son cada vez más grandes, llegando habitualmente a tener hasta seis niveles verticales, frente a los aproximadamente tres de antaño. Para Hanyang ENG, esto no

[2] Ingeniería, adquisición y construcción

aumenta la complejidad de los proyectos, pero sí se traduce en una mayor inversión por fábrica y, por lo tanto, en mayores ingresos y un mayor potencial de margen. Es tranquilizador que la empresa no haya sufrido históricamente sobrecostes significativos en sus proyectos.

En consecuencia, el crecimiento de la cartera de pedidos de Hanyang ENG en el segundo trimestre se ha disparado hasta el 68 % interanual, frente al 17,4 % registrado en el conjunto del año 2025. El EBIT del segundo trimestre creció un 42 % interanual, y el margen EBIT mejoró hasta el 8 %, lo que supone un aumento de 110 puntos básicos respecto al año anterior y un incremento con respecto al 4,8 % registrado en el ejercicio completo de 2025.

Los planes de expansión de la capacidad de fabricación de chips de Samsung y SK hynix no tienen precedentes; el Financial Times cita unos gastos de capital de 600 000 millones de dólares[3] . En Corea, la ampliación P4 del megacampus de Pyeongtaek entró recientemente en funcionamiento, pero Samsung está ampliando de forma agresiva su capacidad adicional. El proyecto P5 (de tres plantas) se encuentra en construcción, con el objetivo de su finalización en 2030, mientras que Samsung ya está acelerando la construcción de la última fábrica, la P6. Además, Samsung está sentando las bases para la fábrica de Yongin, un enorme complejo que se desarrollará a lo largo de varias décadas al sur de Seúl. Por si fuera poco, Samsung está construyendo el complejo BRD-K en su antiguo campus de Giheung y se ha comprometido a construir dos nuevas plantas de encapsulado de semiconductores como parte de una iniciativa nacional para distribuir infraestructuras de alta gama fuera de Seúl. Creemos que estos proyectos coreanos, junto con la ampliación del campus de Taylor en Texas, darán lugar a un mantenimiento continuo, modificaciones de líneas y servicios de conexión a largo plazo, lo que ampliará su nivel de ingresos base. Además, incluso en las fábricas existentes, el rápido ritmo de innovación y las continuas actualizaciones de los equipos y procesos exigen una reconfiguración completa de las líneas de producción, lo que generará trabajo adicional de conexión en los próximos años.

Los principales riesgos se concentran en la exposición a los clientes y a la ejecución. La concentración de ingresos en el ecosistema de Samsung sigue siendo elevada y es poco probable que cambie de forma significativa a corto plazo. La construcción simultánea de fábricas en varios países introduce complejidad en torno al aumento de los costes laborales y a la entrega puntual de materiales. El riesgo de ejecución es real, aunque los sobrecostes históricos de los proyectos hayan sido limitados.

[3] FT

Tras el fallecimiento de Kim Hyung-yuk, fundador y principal accionista de Hanyang ENG, a principios de 2026, el control operativo y la condición de principal accionista pasaron a manos de su segundo hijo, Kim-Yun san. El grupo familiar posee aproximadamente el 48 % del capital. Aunque la empresa se encuentra en un periodo de transición, la incertidumbre sobre la sucesión ya se ha resuelto. Uno de los principales problemas de las empresas coreanas es el impuesto de sucesiones, que es muy elevado y se calcula en función del valor de mercado. Las empresas coreanas suelen hacer todo lo posible por contener la cotización de las acciones en torno a estas transiciones.

En marzo, la empresa vendió 783 018 acciones propias para financiar sus necesidades de inversión y operativas, a pesar de contar ya con liquidez neta. Aunque tiene muchos proyectos de gran envergadura en fase de puesta en marcha y solo recibe por adelantado el 10 % del valor de cada proyecto, es probable que las necesidades de liquidez a corto plazo sean elevadas. No obstante, aunque la venta mejora el flottante, plantea la cuestión de cómo el futuro despliegue de capital equilibrará la inversión en crecimiento con la rentabilidad para los accionistas. Hanyang ENG canceló otras 500 000 acciones propias. La empresa sigue siendo titular de 963 758 acciones propias, lo que representa el 5,51 % del capital social. La empresa aún no ha establecido un plan formal de revalorización corporativa, pero tenemos entendido que el nuevo consejero delegado también está considerando esta posibilidad.

Hanyang ENG cuenta con efectivo e inversiones equivalentes al 46 % de su capitalización bursátil. Si se utilizan los beneficios históricos como indicador de la capacidad de generación de beneficios subyacente de la empresa, la acción cotiza con un rendimiento del flujo de caja libre en la franja media de los 10-19 %. No obstante, creemos que a esta base hay que sumarle los beneficios derivados del actual ciclo de inversión. Según nuestras estimaciones, Hanyang ENG ofrece un potencial alcista superior al 100 % con un riesgo a la baja bien protegido: un perfil de riesgo/rentabilidad atractivo que nos parece especialmente convincente.

***

Como se ha mencionado anteriormente, el fondo pasó a operar diariamente a finales de abril de 2025. Asimismo, hemos lanzado una clase de acciones en libras esterlinas sin cobertura en mayo de 2025 y una clase de acciones en dólares sin cobertura en marzo de 2026. Dado el tamaño actual del fondo, los costes del mismo han disminuido como 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 consideramos que el coste total para el inversor será razonable (<1 %). La comisión de gestión de la clase del fundador es de hasta el 1 % de los activos,

pero actualmente no tenemos planes de aumentarla. No cobramos comisiones de entrada ni de salida.

Nuestro enfoque se centra y seguirá centrándose en la cartera, pero necesitamos hacer crecer 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. Ya puede abrir una cuenta y realizar órdenes a través de ellos. Para obtener más información, póngase en contacto con ellos por teléfono o correo electrónico. Esperamos que, en el futuro, sea posible hacerlo a través de su página web. Puede ponerse en contacto con el equipo de Cobas en el +34 91 755 68 00 o 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, Alemania y Luxemburgo, incluida la distribución minorista.

Otros distribuidores en España que ofrecen nuestro fondo son: Renta 4, myinvestor, Ironia, Lombard Odier, Creand, así como muchas otras entidades que operan a través de las principales plataformas en las que el fondo está disponible previa solicitud: Allfunds Bank e Inversis.

En el Reino Unido, nuestro fondo se ofrece en la plataforma de bajo coste de AJ Bell, ajbell.co.uk, y puede formar parte de una cuenta ISA o de un plan de pensiones. La página web de Interactive Brokers en el Reino Unido permite ahora abrir una cuenta de negociación y una cuenta ISA. También estamos presentes en TransAct, Interactive Investor y Quilter.

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

Si tiene alguna dificultad 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 en el ámbito de las pensiones. Sigue este enlace para obtener más información.

***

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

Atentamente,

Palm Harbour Capital

Esta información es facilitada por Palm Harbour Capital LLP, entidad autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority). 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 lo que respecta al Reino Unido, esta información está dirigida exclusivamente a personas que sean «profesionales de la inversión» (es decir, personas con experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones), tal y como se definen en los artículos 19 y 49 de la Orden de 2001 relativa a la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (Promoción Financiera) y en los artículos 14 y 22 de la Orden de 2001 relativa a la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (Promoción de Planes de Inversión Colectiva) (Exención) de 2001, y/o a aquellas otras personas a las que se les permita 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 está disponible únicamente para dichas personas y se llevará a cabo exclusivamente con ellas. Las personas que no cuenten con experiencia profesional no deben basarse en esta información ni actuar en función de ella, salvo que se trate de personas a las que se aplique alguno de los apartados (2)(a) a (d) del artículo 49, a quienes, de otro modo, se les pueda facilitar legalmente esta información.

Al invertir, su capital corre riesgo y el valor de una inversión, así como los ingresos que genera, pueden tanto subir como bajar; además, pueden verse afectados por las variaciones del tipo de cambio, y es posible que no recupere el importe invertido. La rentabilidad pasada no es necesariamente indicativa de la rentabilidad futura y, cuando se cite la rentabilidad pasada en términos brutos, deben tenerse en cuenta tanto las comisiones de gestión de la inversión como los gastos de transacción, ya que estos afectarán a su rentabilidad. Las desgravaciones o umbrales fiscales mencionados se basan en circunstancias personales y en la legislación vigente, que está sujeta a cambios.

No garantizamos que esta información, incluida cualquier información de terceros, sea exacta o completa, y no debe considerarse como tal. Las opiniones expresadas en el presente 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 forma sin el permiso por escrito de Palm Harbour Capital LLP; no obstante, los destinatarios pueden transmitir este documento, pero únicamente 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 prestado por terceros regulados.