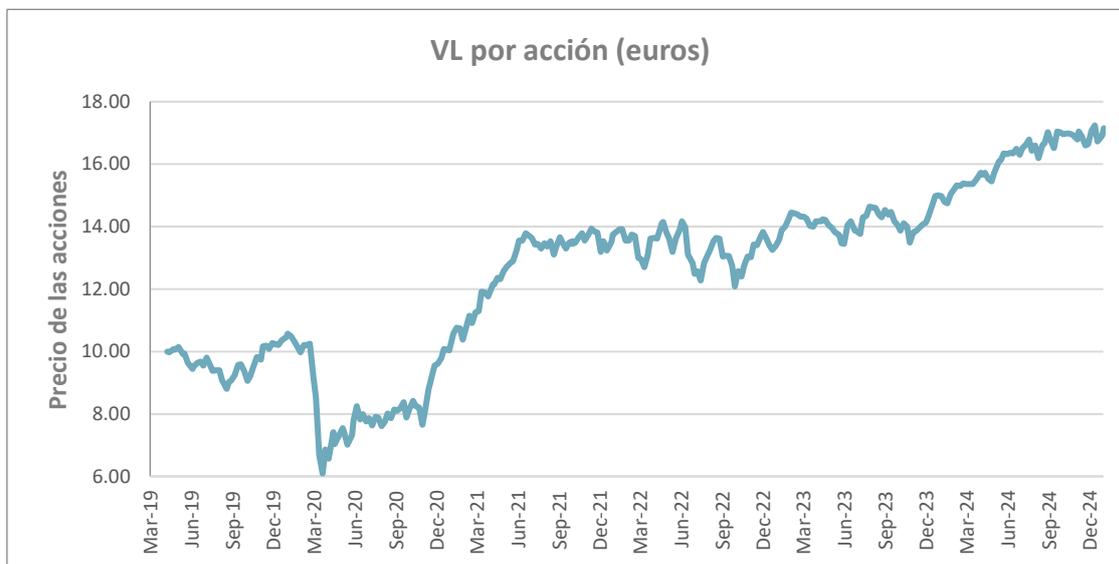




## PALM HARBOUR CAPITAL

*Estimados inversores,*

Durante el cuarto trimestre, el fondo perdió un  $-0.88\%$  antes de comisiones. No tenemos un índice de referencia especificado en nuestro Documento de Información Clave para el Inversor (KIID) y por lo tanto no podemos comentar sobre el rendimiento relativo. Dejamos que ustedes decidan. Observamos que el número anterior parece ser más alto que los índices de referencia europeos y significativamente más bajo que los globales debido al buen desempeño de EE. UU. Nuestro último NAV informado fue de 16.91 (27/12/2024), lo que representa una disminución del  $-0.65\%$  con respecto al NAV informado al final del tercer trimestre de 17.02 (26/09/2024). Esto lleva nuestro retorno NAV de 2024 a  $+12.7\%$  (28/12/2023 a 27/12/2024). El retorno NAV desde el inicio hasta el final del trimestre fue de  $69.1\%$  o  $9.6\%$  de retorno anual. Somos extremadamente optimistas con las perspectivas de nuestra cartera y creemos que alcanzaremos nuestro valor objetivo con el tiempo. La composición de nuestro fondo es muy diferente a cualquier índice, por lo que es poco probable que tengamos un desempeño similar.



El cuarto trimestre estuvo marcado por la incertidumbre política en gran parte del mundo, tanto antes como después de que se celebraran elecciones (2024 fue un año récord con 74 elecciones nacionales en todo el mundo). En general, creemos que la política suele ser ruido a corto plazo y rara vez tomamos decisiones de inversión basadas en ella. El mercado a menudo sobrereacciona incorporando resultados políticos, mientras que las empresas suelen seguir adelante y los políticos a menudo

ladran más de lo que muerden una vez elegidos. Esto es cierto la mayoría de las ocasiones, pero no siempre. A veces, hay cambios políticos que deben ser monitoreados muy cuidadosamente por los inversores. Especialmente cuando llevan a un aumento del riesgo de inflación, guerra, expropiaciones, devaluación de la moneda o aumento de impuestos. Nos preocupa una reevaluación general del costo del riesgo.

Podríamos estar experimentando tal período ahora y, por lo tanto, estamos vigilando los desarrollos políticos más de lo que usualmente lo haríamos.

En Europa se han producido innumerables acontecimientos políticos: el Reino Unido ha girado a la izquierda tras un periodo especialmente complicado para el último gobierno tory. El presupuesto fiscal más elevado del nuevo gobierno laborista ha presionado las perspectivas económicas a medio plazo de muchas empresas. Italia y Austria se han desplazado a la derecha, sin que hasta ahora se hayan apreciado apenas efectos en la confianza empresarial. Al mismo tiempo, Francia y Alemania se están estancando económicamente, a medida que aumenta la agitación política; aquí creemos que gran parte de esto se debe a la fuerte dependencia a las exportaciones chinas, a que varias industrias clave están experimentando cambios sísmicos y a que los costes energéticos siguen siendo elevados. Las recientes elecciones alemanas fueron notables, con una alta participación y la victoria del centro derecha, pero con un porcentaje inferior al esperado, ya que continuó el ascenso de la "extrema" derecha (AfD ganó en todo el este de Alemania y ganó entre todos los grupos demográficos). Por interesantes que puedan ser, nos inclinamos a ver gran parte de las complicadas noticias políticas de Europa como ruido de fondo desde el punto de vista de la inversión.

Nuestro comentario sobre Europa fue sólo una introducción para hablar de lo que realmente movió el mercado en el cuarto trimestre, Trump. Se han escrito innumerables cosas sobre él, así que no creemos que podamos añadir mucho a la fiesta. Es un artista, actor, negociador, megalómano, hombre de negocios y estadista. Se desconoce qué es en cada momento. Aunque hay mucho que elogiar desde el punto de vista de la inversión: favorable a las empresas, favorable a la desregulación (que es uno de los mayores problemas de Europa), impuestos más bajos y una política energética expansiva (otro problema europeo), también hay aspectos potencialmente negativos.

Nuestras preocupaciones no se centran únicamente en las repercusiones fundamentales de primer orden, como el aumento de la inflación a través de los aranceles sobre los productos importados para la industria estadounidense, el encarecimiento de los costes salariales en muchos sectores de gran intensidad de mano de obra con elevados porcentajes de trabajadores inmigrantes, la construcción y la alimentación, el clientelismo y el amiguismo comparable con las del tercer mundo.

Existen riesgos de segundo orden que, en nuestra opinión, pueden tener consecuencias mucho más graves para la economía, las empresas y el mercado en general. El gasto público estadounidense representa alrededor del 30% del PIB. Tras las dos bombas de relojería de las ayudas públicas y las pensiones, los servicios públicos suponen alrededor del 15%. Con 4,5 billones de dólares anuales, se sitúa justo por debajo del PIB de Alemania y por delante del PIB de Japón y la India. Ese gasto está respaldado por la fe y el crédito del gobierno estadounidense y, como tal, es un motor del crédito empresarial. Las acciones que pongan en tela de juicio el compromiso del gobierno estadounidense de cumplir los planes y contratos existentes, o que no paguen los servicios ya prestados, incluso antes de considerar el gasto futuro, sólo pueden tener un impacto negativo en la creación de crédito. No se trata sólo de instrumentos de deuda, sino sobre todo de crédito empresarial, es decir, la capacidad de una empresa para facturar a otra un pago futuro, o la voluntad de una empresa de gastar un producto o servicio que se facturará en el futuro sin cobrar por adelantado. Recortar el gasto superfluo y reducir el déficit son objetivos loables, pero en el primer caso parece hacerse al azar y por motivos políticos, y en el segundo rara vez se menciona y, en algún momento, habrá un punto de inflexión.

Dado que a menudo nos preguntan por los aranceles, haremos un breve comentario. Creemos que lo más probable es que sean una táctica de negociación, pero podríamos estar equivocados al respecto y, si lo estamos, pensamos que sólo hay ramificaciones terciarias menores para nuestra cartera (v.g. las divisas). Por ejemplo, los filipinos seguirán bebiendo ginebra asequible, los austriacos usarán móviles, los franceses envejecerán, los italianos comprarán lotería y los estadounidenses utilizarán componentes de origen local para sus camiones. Al fin y al cabo, no sabemos de ningún país que haya elevado los aranceles hasta alcanzar el éxito económico, así que no creemos que duren tanto, pero al fin y al cabo Estados Unidos es excepcional.

Probablemente estaríamos menos preocupados si no fuéramos inversores en valor. Pero no podemos evitar darnos cuenta de que Estados Unidos ha llevado las ya de por sí exageradas valoraciones a nuevas cotas. Añádase a esto un reavivamiento de los espíritus especulativos (a la 2021), que parecen tratar el mercado como un casino en vez de un lugar donde asignar capital para obtener rendimientos sensatos y ajustados al riesgo. Parece que se anima activamente a especular con cosas que no tienen valor intrínseco, como las criptomonedas (nos reservamos la parte de las divisas porque eso es claramente lo que no son), los ETF de un solo valor con apalancamiento de day trading y los valores meme respaldados por personas influyentes que no tienen ningún propósito económico, excepto quizás el entretenimiento y separar a los tontos de su dinero. Para echar leña al fuego, los corredores de bolsa minoristas están incluso intentando introducirse en las apuestas deportivas y el 24 trading.

Al final, el castillo de naipes caerá, la gente se dará cuenta de que el casino es el ganador y todo se desmoronará. Nadie sabe cuándo. Aunque Warren Buffett va a hacer caja, tiende a quedarse en Estados Unidos, tiene una cantidad muy grande para desplegar y puede que no esté tan preocupado por la inflación a largo plazo como solía estarlo. Creemos que es prudente permanecer invertidos para combatir la inflación y seguir acumulando riqueza. Nuestro universo nos permite comprar fuera de las partes sobrevaloradas y especulativas del mercado e invertir en empresas duraderas con rendimientos del capital superiores a la media que cotizan con un descuento oportunidades en todo el mundo en valores pasados por alto. Si su cartera no tiene una gran dosis de valores mundiales de pequeña capitalización a baja valoración como cobertura frente a este aumento de la locura, creemos que ahora es el momento de añadirla. (Descargo de responsabilidad: somos extremadamente parciales).

Compramos acciones de un holding francés, del que hablaremos más adelante, de una minera de cobre española y de un fabricante coreano de ollas arroceras. Vendimos tres posiciones: H&T, OVS y DNO. Vendimos H&T, el prestamista británico, por las dudas sobre el coste del crecimiento, el impacto presupuestario en el Reino Unido y nuestro escepticismo de que el actual equipo directivo pueda superar los retos. En cambio, OVS, el minorista italiano de ropa, está funcionando muy bien. El plan de reconversión está funcionando a la perfección, la dirección ha cumplido sus promesas y hemos duplicado con creces nuestro capital invertido. A pesar de que seguimos viendo un considerable potencial alcista, decidimos asignar capital a otros sectores mientras las cosas vayan bien. La venta del operador petrolero DNO fue una decisión de gestión de cartera, pero podría ser un error, ya que sigue siendo muy atractivo y la reapertura del oleoducto de Ceyhan parece próxima.

Al final del trimestre, nuestra cartera presentaba una revalorización superior al 98% de nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba a un PER medio ponderado de 8,5 veces, un rendimiento FCF/EV del 17% y una rentabilidad del capital tangible del 26%.

\*\*\*

Colaboradores		Detractores	
Ginebra San Miguel	51 bps	Esprinet	-67 bps
Nippon Television Holdings	44bps	M Dias Branco	-53 bps
Lottomatica	40 bps	Ocean Wilsons Holdings	-51 bps
Piraeus Port Authority	32 bps	Telekom Austria	-46 bps
Energiean	30 bps	International Game Technologies	-42 bps

La principal contribución del trimestre fue Ginebra San Miguel (+9,9%, +51 pb), la empresa filipina de ginebra y bebidas espirituosas que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2021. Ginebra siguió siendo uno de los principales contribuyentes por tercer trimestre consecutivo. La empresa ha crecido a tasas de dos dígitos durante la última década y aún no ha bajado el ritmo. Durante el tercer trimestre, Ginebra registró un crecimiento interanual del 15,3%, impulsado por un crecimiento del 8,3% en volúmenes y del 6,5% en precios. Al mismo tiempo, los márgenes se situaron en el nivel más alto de los últimos diez años. Estos resultados ininterrumpidos, junto con el aumento del reparto de dividendos, siguieron respaldando la cotización de la acción. Entretanto, Ginebra sigue cotizando a múltiplos poco exigentes, con una posición de tesorería neta en aumento, sin tener en cuenta ninguna hipótesis optimista. Ginebra tiene capacidad para seguir aumentando las distribuciones de capital y la dirección parece dispuesta a hacerlo. Creemos que el ratio de reparto aumentará hasta el 80% con el tiempo, desde el 50% registrado en los últimos doce meses.

El segundo mayor contribuyente fue Nippon Television Holdings (+20%, +44 pb), el conglomerado japonés de medios de comunicación y acaparador de activos en balances. Durante el tercer trimestre, las ventas en Media Content crecieron un 14,2%, impulsando el crecimiento global hasta el 13,1%. Los ingresos totales por anuncios crecieron un 1,8% gracias a la recuperación de los anuncios publicitarios y al impulso continuado de los anuncios digitales, que crecieron un 2,7% y un 37,7% respectivamente, contrarrestando el descenso del 2,2% de los anuncios por tiempo. El crecimiento de las ventas apoyó la recuperación del margen, que mejoró 220 puntos básicos en comparación con el segundo trimestre de 2023 (cierre de septiembre). La dirección comunicó una ganancia de 4.300 millones de euros por la venta de títulos de inversión en el primer semestre de 2024 y reiteró su compromiso de seguir reduciendo las participaciones cruzadas. A pesar del intento de la dirección de reducir las participaciones cruzadas y mejorar la eficiencia del balance, la cartera de efectivo más acciones sigue valiendo aproximadamente la capitalización bursátil que nos da el negocio operativo gratis. La recuperación del mercado publicitario, unida a la continua mejora del balance, debería propiciar nuevas subidas de las acciones.

El tercer contribuyente significativo fue Lottomatica (+14,1% +40 pb), el principal operador italiano de juego multicanal que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2023. La empresa está funcionando a pleno rendimiento, con un crecimiento del 61,6%, el 37,2% y el 3,1%, respectivamente, en las franquicias online, deportiva y de juego. El crecimiento habría sido aún mayor sobre una base normalizada teniendo en cuenta el pago desfavorable de las apuestas deportivas. El negocio ha experimentado cierta dilución de los márgenes por la consolidación de la adquisición de SKS365, además del desfavorable coeficiente de pago. Sin tener en cuenta la volatilidad de los pagos, la dirección ha reiterado sus previsiones y su objetivo de ganar cuota de

mercado, incluso sin adquisiciones complementarias. El competidor Sisal, propiedad de Flutter, el mayor competidor en Italia (21% de cuota de mercado en GGR<sup>1</sup>), va a adquirir Snaitech<sup>2</sup>, el tercer operador (9% de cuota de mercado) de Playtech, lo que hará a Flutter ligeramente mayor que Lottomatica en términos de cuota de mercado en GGR online y consolidará aún más el mercado. Flutter pagó aproximadamente 9 veces el EBITDA<sup>3</sup> por Snaitech, lo que, aplicado a las cifras de consenso de EBITDA de Lottomatica para 2026, supone una subida significativa con respecto a los niveles de finales de año. Seguimos viendo perspectivas positivas para el mercado italiano y prevemos nuevas subidas a medida que el crecimiento del flujo de caja libre se acelere en los próximos trimestres.

El cuarto mayor contribuyente fue la Autoridad Portuaria del Pireo (+12,2% +32 pb), el operador portuario sino-griego de Atenas, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2024. La empresa sigue registrando unas ventas históricamente elevadas en un periodo relativamente difícil, ya que su principal segmento se ve afectado por la cancelación de itinerarios marítimos a través del Canal de Suez. En el tercer trimestre, las ventas aumentaron un 6,2% debido principalmente al crecimiento de los cruceros, los contenedores del muelle I y la terminal de automóviles. Los resultados del segmento de cruceros se vieron influidos tanto por el aumento del número de buques como de pasajeros que utilizan el puerto como punto de partida. El muelle I registró un crecimiento del volumen del +3,5% como consecuencia del crecimiento de la economía griega, mientras que el segmento de la terminal de automóviles registró un aumento significativo de los cargos por servicios de almacenamiento. Seguimos creyendo que las acciones del Puerto cotizan a un nivel muy atractivo, en torno a un rendimiento del flujo de caja libre del 15%, con un saldo de caja neto de aproximadamente el 20% de la capitalización bursátil. Creemos que esto proporciona flexibilidad para aumentar la remuneración de los accionistas. Recientemente hemos debatido la política de dividendos con el equipo directivo y, a pesar de su balance irritablemente conservador, creemos que tienen la intención de seguir aumentando el dividendo y el ratio de reparto.

El quinto mayor contribuyente fue Energean (+18,8%, +30 pb), la empresa griega-israelí de E&P centrada en el gas. Energean registró 156 kboed<sup>4</sup> de producción del grupo, lo que supone un aumento interanual del 31%, y 117 kboed de producción de operaciones continuadas (principalmente Israel), lo que supone un aumento del 40% en los nueve

---

<sup>1</sup> Ingresos brutos del juego

<sup>2</sup> [Acuerdo Flutter/Snaitech](#)

<sup>3</sup> Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones

<sup>4</sup> Miles de barriles equivalentes de petróleo al día

meses 2024, debido principalmente al exitoso aumento de la producción en el yacimiento de gas de Karish, mientras que el FPSO<sup>5</sup> no se vio afectado por los acontecimientos geopolíticos. Los ingresos y el EBITDAX<sup>6</sup> del periodo siguieron la misma pauta, con un aumento de las ventas del 35% y del EBITDAX del 44%. El apalancamiento del Grupo se mantuvo en 2,5x tras distribuir \$ 55 millones de dividendo en el tercer trimestre. Se espera que la venta estratégica de la cartera de Egipto, Italia y Croacia a Carlyle se cierre durante el primer trimestre, sujeta a las aprobaciones reglamentarias. Los ingresos se utilizarán para reducir el apalancamiento, financiar oportunidades de crecimiento y pagar potencialmente un dividendo especial de hasta 200 millones de dólares. Las perspectivas de producción se redujeron ligeramente para reflejar la escasa demanda del mercado, pero seguimos creyendo que Energean cotiza con una atractiva rentabilidad por dividendos y flujo de caja, y creemos que existe una necesidad estructural de crecimiento del gas en el Mediterráneo.

El principal detractor fue Esprinet (-27,8%, -67 pb), el distribuidor de electrónica italiano, presentado en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. Esprinet registró un crecimiento interanual de las ventas del 11,1% en el tercer trimestre, acelerándose aún más desde el 4,1% del trimestre anterior, tras seis trimestres de caídas interanuales. La empresa se benefició más que sus homólogas de la recuperación de la demanda de ordenadores personales y cosechó los beneficios de centrarse en soluciones y servicios de alto valor añadido, que aumentaron un 24% en el tercer trimestre, y la dirección informó de un aumento significativo de la cuota de mercado. El crecimiento de las ventas y la disciplina de costes mitigaron las presiones sobre el margen de beneficio brutos debido principalmente al aumento de los costes de factoring (aunque el factoring en total se redujo) y a la combinación de ventas hacia productos de menor margen bruto. A pesar de ello, el margen EBITDA aumentó 14 puntos básicos. La dirección ha confirmado sus previsiones para el conjunto del año y espera un buen cuarto trimestre, impulsado por el buen comportamiento de los ingresos y la continua recuperación de la demanda de ordenadores personales. Hay optimismo en que la recesión ha quedado atrás y, desde el punto de vista operativo, parece que podemos esperar trimestres mejores. La cotización negativa de las acciones durante el trimestre se debió probablemente a varios escándalos en el sector en general, incluidos los que afectaron a empresas homólogas como Digital Value y Sesa, relacionados con sobornos a funcionarios públicos. A continuación, la Fiscalía Europea inició una investigación a escala europea por un escándalo de fraude del IVA de 520 millones de euros<sup>7</sup> a través de la venta de equipos informáticos y de TI, en el que también estaban

---

<sup>5</sup> Producción, almacenamiento y descarga flotantes

<sup>6</sup> Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones, amortizaciones y exploración

<sup>7</sup> [Reuters](#)

implicados varios grupos mafiosos. El Grupo Esprinet aparecía mencionado en el documento, pero no se le acusaba de nada en sí. Un miembro de la auditoría de la empresa se comprometió entonces a dimitir, ya que también formaba parte del consejo de administración de Digital Value. La dirección de Esprinet negó públicamente cualquier implicación en la investigación y las posteriores conversaciones con la dirección y la compra de información privilegiada nos ayudaron a crear cierta confianza en torno al caso.

El segundo mayor detractor fue M Dias Branco (-25,8%, -53 pb), líder del mercado brasileño de galletas, crackers y pasta, que presentamos en la carta del tercer trimestre de 2024. M Dias registró un descenso significativo de los volúmenes, del 17,3% frente al segundo trimestre de 2024 y del 6,9% frente al tercer trimestre de 2023, achacándolo a la intensa competencia, al desabastecimiento del canal minorista y a la volatilidad de las materias primas. Al parecer, una subida de precios mal gestionada en julio de 2024 fue la principal razón de los malos resultados del tercer trimestre. La fuerte posición de M Dias en el mercado suele permitirle subir los precios antes que la competencia. En julio de 2024, el aumento de los precios del trigo y devaluación del real brasileño llevaron a la dirección a subir los precios, sólo para ver cómo la tendencia se invertía pocas semanas después del anuncio de los precios, lo que puso a los competidores en situación de ofrecer precios más bajos y hacerse con la cuota de mercado. Se trata claramente de una decisión inoportuna y se produce tras un par de trimestres decepcionantes. ¡No siempre acertamos en el fondo! La empresa ha iniciado una reestructuración del equipo de fijación de precios y ha introducido varios cambios en toda la organización. También han disminuido la divulgación de información para proteger la empresa de la sobreexposición de datos sensibles a la competencia. Aunque nos gustó especialmente la revelación detallada de M Dias, lo más probable es que los competidores también se beneficiaran. Nos preocupa la mayor intensidad de la competencia y la situación macroeconómica de Brasil. Seguimos de cerca la situación, pero hasta ahora, dada la significativa infravaloración, la fuerte posición de mercado y el sólido balance, somos pacientes por el momento.

El tercer detractor significativo fue Ocean Wilson Holdings (-10,3% -51 pb), la sociedad de inversiones con sede en Bermudas que opera en puertos y remolcadores en Brasil, que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2023. Wilson, Sons (PORT3), su filial cotizada de propiedad mayoritaria siguió obteniendo buenos resultados en el tercer trimestre de 2024, con un aumento de las ventas del 17,9% hasta un nuevo máximo histórico y un crecimiento del EBITDA del 24,4%. Sin embargo, en octubre de 2024, Ocean Wilson anunció que había acordado vender su participación del 56,5% en Wilson Sons a SAS Shipping Agencies Services Sàrl, una filial propiedad al 100% de MSC Mediterranean Shipping Company SA por una contraprestación total en efectivo de 4.400 millones de reales o 17,5 reales por acción, o aproximadamente el 67% de la

capitalización bursátil de Ocean Wilson. El anuncio se vio empañado por la falta de claridad en relación con el impuesto brasileño sobre las plusvalías, que podría oscilar entre el 15% y el 22,5%, la fecha de finalización, que se situó en algún momento del segundo semestre de 2024, y la incertidumbre en torno al uso de los ingresos netos. Creemos que hay un descuento significativo en el resultado probable y creemos que debería haber noticias sobre el uso de los ingresos en marzo y una buena probabilidad de que el acuerdo se cierre más cerca del comienzo de la segunda mitad que del final.

El cuarto detractor fue Telekom Austria (-9,5%, -46 pb), el grupo de telecomunicaciones austriaco y de Europa del Este, presentado en nuestra carta del primer trimestre de 2023. Las ventas aumentaron un 2,1% en el tercer trimestre impulsadas principalmente por los ingresos de servicios, que aumentaron en todos los mercados excepto en Eslovenia. El EBITDA aumentó un 5,1% impulsado por la expansión del margen en todas las regiones, salvo Austria y Bulgaria. En Austria, tras las importantes subidas de precios debidas a los contratos vinculados a la inflación, la intensidad competitiva aumentó ligeramente en el tercer trimestre de 2024, con algunos operadores móviles virtuales<sup>8</sup> ejerciendo presión en la gama baja del mercado, mientras que las ofertas promocionales en curso también afectaron a los resultados de la telefonía fija. En Bulgaria, el entorno competitivo se mantuvo estable y las ventas aumentaron tanto en equipos como en servicios, aunque la 'ralentización' del crecimiento comunicada se debió principalmente a factores puntuales positivos en el periodo comparable, lo que no debería ser motivo de preocupación. La reciente consolidación del mercado esloveno creará por fin un mercado de tres jugadores más sólido. En resumen, tras un periodo de buenos resultados operativos y bursátiles, el trimestre ha sido 'aceptable', sin muchos motivos para alegrarse. Mientras tanto, Telekom Austria sigue siendo una de las empresas de telecomunicaciones más baratas y menos apalancadas de Europa, con una capacidad significativa para aumentar los dividendos.

El quinto mayor detractor fue International Game Technologies (-9,9%, -42 pb), el proveedor italoamericano de tecnología de loterías y máquinas recreativas, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020 y actualizamos en nuestra carta del primer trimestre de 2024. Hay que reconocer que la cotización de IGT ha tenido un año difícil, con el nombre apareciendo en nuestra lista de detractores cuatro de nuestros últimos cinco trimestres. La conclusión inicial de la revisión estratégica en febrero de 2024 no fue bien percibida por los inversores. La falta de cristalización inmediata del valor, los retrasos en la aprobación reglamentaria, las posibles implicaciones fiscales y la creciente importancia de la renovación de la lotería italiana

---

<sup>8</sup> Operador Móvil Virtual

enturbiaron la tesis de inversión. En julio de 2024, el acuerdo cambió y Apollo<sup>9</sup> adquirió simultáneamente el negocio Gaming & Digital de IGT y Everi en una operación totalmente en efectivo. IGT espera utilizar el efectivo para amortizar deuda y recompensar a los accionistas. El principal riesgo que sigue siendo relevante es la renovación del contrato de la lotería italiana. En caso de que la renovación del contrato se lleve a cabo con éxito a un coste razonable, consideramos que IGT está significativamente infravalorada. Curiosamente, en un escenario negativo, IGT seguiría teniendo un recorrido alcista significativo en nuestra opinión. Puede escuchar a Peter analizar el caso en profundidad en un podcast con Richard Howe de Stock Spin-off investing ([el enlace](#) es Spotify pero está en las principales plataformas de podcast).

\*\*\*

## Compagnie de L'Odet (ODET FP)

La Compagnie de L'Odet es un holding de inversiones controlado por el multimillonario financiero industrial francés Vincent Bolloré, de 71 años, patriarca de la familia Bolloré. Vincent Bolloré comenzó su carrera con Edmond de Rothchild y se hizo famoso por ganar dinero tomando grandes participaciones en empresas cotizadas. Utilizó una estructura compleja y relativamente poco capital para hacerse con el control de empresas mucho mayores. Esta estructura de holding es extremadamente compleja y muy poco atractiva para la mayoría de los inversores. Vemos ventajas convincentes sobre la base de la suma de las partes, que se vuelven significativas cuando se tiene en cuenta el número correcto de acciones en circulación. Además, la reciente evolución de muchas de las entidades bajo el paraguas de la familia indica un intento de deshacer esta complicada estructura corporativa, realizar un valor escondido y alinear las operaciones con la estrategia de sucesión de Vincent Bolloré. Creemos que Odet es la mejor manera de realizar este valor oculto, ya que es la empresa cotizada más cercana a su propio holding.

Odet opera como holding de inversiones y es el principal accionista de Bolloré SE (BOL FP), con el 70,0% las acciones (79,8% de los derechos de voto) tras las recientes recompras. Bolloré SE es un vehículo de inversión francés que posee participaciones en varias empresas cotizadas, entre ellas Vivendi (VIV FP) y Universal Music Group (UMG NA). A su vez, Odet está controlada indirectamente por Bolloré Participations SE, el principal holding, a través de una cadena de empresas en la que Bolloré SE es minoritaria. Ésta controla efectivamente una participación del 93,1%, dejando sólo un 6,9% para los accionistas minoritarios de la sociedad cotizada. Este bucle de control de

---

<sup>9</sup> [Anuncio del acuerdo Apollo](#)

tesorería, entre otras participaciones cruzadas en la estructura más amplia controlada por la familia, ha desconcertado a los inversores durante años, (Véase el Apéndice).

Se podría escribir un libro sobre la historia y las hazañas del grupo, y no tenemos tiempo ni ganas de hablar de ello aquí. Si desea más información de fondo, le sugerimos que lea la carta de East72 del segundo trimestre de 2023<sup>10</sup> y Muddy Waters: Complexity Creating Arbitrage with over 95% Upside artículo<sup>11</sup> de febrero de 2015. Lo que nos interesa es la simplificación del grupo, que creemos que puede desbloquear finalmente un valor sustancial.

El ejercicio de simplificación comenzó en serio en marzo de 2020, cuando Vivendi decidió vender una participación del 20%<sup>12</sup> en Universal Music Group ('UMG') a un consorcio liderado por Tencent (10% en marzo de 2020 y 10% en enero de 2021). Una vez establecida una valoración, en marzo de 2021 Vivendi decidió satisfacer a un grupo creciente de inversores institucionales que solicitaban una escisión o distribución de UMG para fijar el descuento del conglomerado. El consejo decidió distribuir el 60% del capital social de UMG a los accionistas mediante una cotización en Euronext Amsterdam en septiembre de 2021. Antes de la cotización, Pershing Square adquirió una participación del 10% y Vivendi retuvo el otro 10% durante un mínimo de dos años.

Durante el mismo periodo, Bolloré SE trabajó en la realización del valor de sus actividades operativas. En abril de 2022, Bolloré SE firmó un acuerdo para la venta del 100% de Bolloré Africa Logistics, que agrupaba las actividades de Transporte y Logística de Bolloré en África, al Grupo MSC<sup>13</sup> por un valor de empresa de € 5.700 millones, lo que suponía un múltiplo completo en la parte alta del ciclo para un comprador rico en efectivo. Con los ingresos de la operación, en marzo de 2023, Bolloré SE lanzó una oferta pública de adquisición a € 5,75 por acción por un máximo de 288,7 millones de acciones o el 9,78% del capital social (sólo se presentaron 99,1 millones de acciones o el 3,36% del capital social). Posteriormente, en julio de 2023, Bolloré SE firmó un acuerdo para la cesión del negocio logístico restante al grupo CMA CGM<sup>14</sup> por un valor de € 4.900 millones. Antes de fin de año, en diciembre de 2023, Vivendi anunció su intención de disolver el grupo. Al parecer, distribuir la joya de la corona de Vivendi entre los accionistas no era suficiente para solucionar el persistente descuento, de ahí que la dirección decidiera actuar más allá. El plan se hizo oficial en julio de 2024 con el anuncio

---

<sup>10</sup> [Carta de East72](#)

<sup>11</sup> [Artículo sobre Muddy Waters](#)

<sup>12</sup> [Distribución de acciones de UMG](#)

<sup>13</sup> [MSC adquiere la unidad logística de Bolloré SE Africa](#)

<sup>14</sup> [CMA CGM adquiere la unidad logística de Bolloré SE](#)

de la escisión<sup>15</sup> del grupo en cuatro entidades cotizadas, Canal+ (CAN LN), Havas (HAVAS NA), Louis Hachette (ALHG FP - participación del 63,5% en Lagardère y del 100% en Prisma Media) y el resto de Vivendi compuesto por una cartera de participaciones cotizadas (incluida una participación del 9,94% en UMG) y deuda. Ese mismo mes, Bolloré SE anunció la exclusión de cotización de dos participaciones pasivas<sup>16</sup>, al ser absorbidas, respectivamente, por dos entidades cotizadas<sup>17</sup> que son propiedad en más de un 95% de Bolloré SE. Posteriormente, en septiembre de 2024, Bolloré SE decidió privatizar estas dos (más una tercera Société Industrielle et Financière de l'Artois) anunciando tres ofertas de compra, que irán seguidas de squeeze-outs obligatorios. Posteriormente, en enero de 2025, Bolloré SE aumentó los precios de oferta de las adquisiciones anunciadas para endulzar el trato a los minoritarios, después de que un tribunal rechazara las ofertas iniciales.

En la actualidad, Bolloré SE posee directamente el 18,8% de UMG, el mayor sello discográfico del mundo, el 31,0% de las acciones y los derechos de voto de Canal+, el principal operador de televisión de pago y SVOD<sup>18</sup> en Francia y el África francófona. El 31,0% de las acciones y derechos de voto de Louis Hachette, uno de los mayores editores de libros y minoristas de viajes a nivel mundial, el 31,0% de las acciones y el 40% de los derechos de voto de Havas, la sexta mayor agencia de publicidad a nivel mundial, y el 29,9%<sup>19</sup> de Vivendi post spin-off, una cartera de empresas que cotizan predominantemente en bolsa. Bolloré SE también posee efectivo por importe de 6 mil millones después de las ventas antes mencionadas y Bolloré Energy, un negocio que genera € 40m EBITDA y potencialmente podría seguir la trayectoria de las otras dos unidades.

La clave para entender el importante descuento es contabilizar adecuadamente las participaciones de Bolloré en sus sociedades matrices. Creemos que la forma más lógica de contabilizar estas participaciones no es valorar cada sociedad matriz individualmente, dado que sólo son sociedades holding de Bolloré, sino ajustar las acciones en circulación, dado que son más o menos acciones propias. Bolloré construyó su imperio utilizando una técnica ahora llamada "la polea bretona", en la que la familia mantiene efectivamente el control de voto a pesar de poseer una participación

---

<sup>15</sup> [El proyecto de escisión de Vivendi](#)

<sup>16</sup> Compagnie des Tramways de Rouen y Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard

<sup>17</sup> Financière Moncey y Compagnie du Cambodge

<sup>18</sup> Vídeo a la carta por suscripción

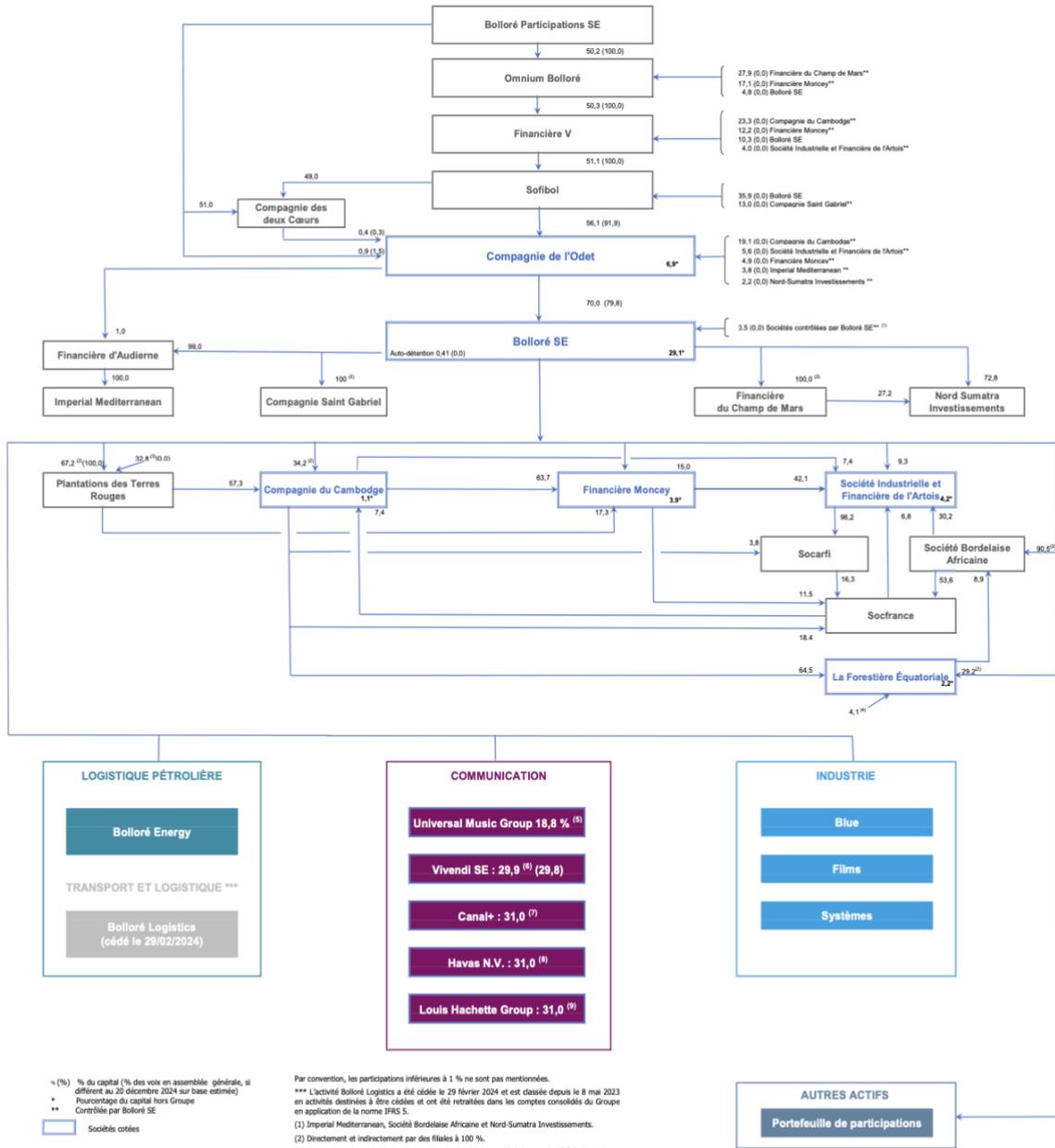
<sup>19</sup> 29,9% solo o en concierto por Bolloré SE (29,3% directamente por Bolloré SE tras la absorción de la Compagnie de Cornouaille, y 0,6% a través de la Compagnie de l'Odéa)



económica minoritaria. En esencia, Odet posee el 70% de Bolloré SE. A su vez, Bolloré posee indirectamente el 35,6% de Odet, mientras que la matriz de Odet, Sofibol, posee el 56,1%, que a su vez es propiedad de otra matriz y de Bolloré SE directamente. Esta situación se repite en varios niveles (véase el anexo). Por lo tanto, las acciones en circulación declaradas no tienen en cuenta estas participaciones cruzadas y exageran materialmente el número real de acciones en circulación. Hay varias maneras de calcular el bucle de autocartera, pero el efecto final de nuestro cálculo es que hay unos 1.2 millones de acciones en circulación, frente a los 2.8 millones declarados.

No sabemos cuáles son los planes de Bolloré para las distintas entidades, pero dado su comportamiento reciente parece que se trata de desbloquear valor y simplificar la estructura. Creemos que el lugar más prudente para estar es lo más cerca posible de su holding y por lo tanto estamos invertidos en Odet. Somos conscientes de que existe el riesgo de ser expulsados a una valoración subóptima o de que las continuas recompras de acciones limiten aún más el free float. Tenemos en cuenta estos riesgos.

Sin entrar mucho en los detalles, a finales de año Odet cotizaba con un descuento de entre 21% y 33% respecto a Bolloré (dependiendo de su visión de las acciones en circulación), que a su vez cotiza con un descuento de 60% respecto a la suma de las partes valorada predominantemente en el mercado. Como nos gusta tener en cuenta la valoración de las partes individuales, creemos que el descuento es aún más intrigante



\*\*\*

Como ya indicamos en nuestras cartas anteriores, actualmente no cobramos comisión de gestión. Sin embargo, a medida que el fondo crece, nos acercamos a un tamaño en el que los costes del fondo son cada vez más razonables. Si el fondo sigue creciendo este trimestre, es posible que apliquemos una parte de la comisión de gestión en el segundo trimestre. La comisión de gestión de la clase de los fundadores es del 1% de los activos. No cobramos comisiones de entrada ni de salida.

Nuestro objetivo es y seguirá siendo la cartera, pero necesitamos aumentar nuestros activos hasta un nivel sostenible. No duden en compartir esta carta con posibles inversores.

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

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

Otros distribuidores en España en los que se ofrece nuestro fondo son: Renta 4, Ironia, Lombard Odier, Creand así como otras muchas entidades que trabajan a través de las principales plataformas en las que el fondo está disponible bajo petición: Allfunds Bank e Inversis

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

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



Si tiene algún problema para encontrar nuestro fondo o desea obtener más información sobre nosotros y nuestro proceso, póngase en contacto con nosotros [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 obtener más información.*

Les agradecemos su continuo apoyo. Seguimos creyendo que es un buen momento para invertir en valores y estamos muy ilusionados con las perspectivas a medio plazo de la cartera actual.

*En otro orden de cosas, la niña de Konstantinos empezó a explorar su faceta artística modelando plastilina y pintando todo lo que le parece un lienzo en blanco. Diana pasó las vacaciones de Navidad en Brasil visitando a familiares y amigos.*

*¡Salud!*

*Atentamente,*

*Palm Harbour Capital*

*Esta información es comunicada por Palm Harbour Capital LLP, que está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority. Este material es meramente informativo y no constituye una oferta o recomendación para comprar o vender cualquier inversión o suscribirse a cualquier servicio de gestión o asesoramiento de inversiones.*

*En relación con el Reino Unido, esta información sólo está dirigida a, y sólo puede ser distribuida a, personas que sean "profesionales de la inversión" (personas con experiencia profesional en asuntos relacionados con las inversiones) definidos en los artículos 19 y 49 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (Promoción Financiera) Orden de 2001 y los artículos 14 y 22 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (Promoción de Instituciones de Inversión Colectiva) (Exención) Orden de 2001 y / o otras personas que estén autorizadas a recibir este documento en virtud de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000.*

*Cualquier inversión, y actividad de inversión o actividad controlada, a la que se refiere esta información sólo está disponible para dichas personas y sólo se realizará con dichas personas. Las personas que no tengan experiencia profesional no deberán basarse en esta información ni actuar en consecuencia, a menos que sean personas a las que se aplique cualquiera de los apartados (2)(a) a (d) del artículo 49 y a las que, de otro modo, se pueda distribuir legalmente esta información.*

*Con la inversión, su capital está en riesgo y el valor de una inversión y los ingresos derivados de ella pueden subir o bajar, pueden verse afectados por las variaciones de los tipos de cambio y es posible que no recupere la cantidad invertida. Las rentabilidades pasadas no son necesariamente indicativas de rentabilidades futuras y, cuando se citan rentabilidades pasadas brutas, deben tenerse en cuenta los gastos de gestión de la inversión, así como los gastos de transacción, ya que éstos afectarán a sus rendimientos. Las desgravaciones o los umbrales fiscales mencionados se basan en las circunstancias personales y en la legislación vigente, que está sujeta a cambios.*

*No declaramos que esta información, incluida cualquier información de terceros, sea exacta o completa y no debe considerarse como tal. Las opiniones aquí expresadas reflejan la opinión de Palm Harbour Capital LLP y están sujetas a cambios sin previo aviso. Queda prohibida la reproducción total o parcial de este documento sin la autorización por escrito de Palm Harbour Capital LLP; no obstante, los destinatarios podrán transmitir este documento, pero únicamente a otras personas que entren dentro de 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, le rogamos que solicite asesoramiento financiero independiente proporcionado por terceros regulados.*