

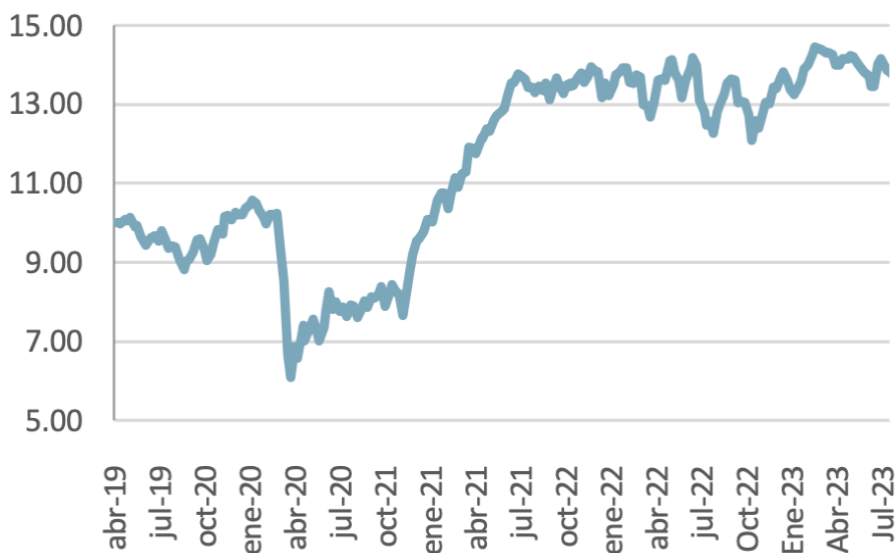


## PALM HARBOUR CAPITAL

*Estimados inversores y amigos,*

Durante el segundo trimestre, el fondo perdió un 2,6% bruto de comisiones. En nuestro Documento de datos fundamentales para el inversor (KIID) no figura ningún índice de referencia, por lo que no podemos hacer comentarios sobre la rentabilidad relativa. Le dejamos a usted la decisión. Observamos que la cifra anterior aparece por debajo de los índices de referencia europeos y mundiales. La rentabilidad desde el inicio hasta el final del trimestre fue del 42,9%, es decir, una rentabilidad anual compuesta del 8,7%. Nuestro último valor liquidativo notificado al final del trimestre fue de 13,84€ (30/06/2023), un -2,3% con respecto al valor liquidativo más próximo notificado al final del primer trimestre, de 14,16€ (30/03/2023). Somos muy optimistas sobre las perspectivas de nuestra cartera y creemos que alcanzaremos nuestra aspiración de rentabilidad compuesta con el tiempo. La composición de nuestro fondo no se parece a la de ningún índice y es poco probable que obtengamos un rendimiento similar.

### Valor liquidativo por acción (€)



El segundo trimestre de 2023 no fue especialmente agradable. Al parecer, el mercado olvidó las lecciones de 2022 y se zambulló en valores especulativos que decían tener algo que ver con la inteligencia artificial. Es increíble cómo los inversores parecen saltar al azar de una historia especulativa a otra. Para nosotros, lo peor de esta locura en particular fueron las interminables preguntas en las conferencias telefónicas y reuniones en las que los analistas parecían estar obligados a preguntar sobre la estrategia de IA de cada empresa, sin importar el sector, y el consejero delegado tenía que decir a todo el mundo que la empresa lleva años trabajando en ello y va por delante del resto. Por supuesto.

No nos parece evidente que se pueda ganar mucho dinero invirtiendo en IA. Nos parece que la IA se desarrollará más lentamente y en un horizonte temporal mucho más largo de lo que creen quienes apuestan por ella, y la dinámica competitiva tradicional hace más que probable que la mayoría de los beneficios se copien y compitan entre sí, en lugar de acumularse en el crecimiento de los ingresos y los márgenes a medio plazo. Identificar acciones mal valoradas de los ganadores finales parece hoy una tarea muy difícil. En su lugar, nos ceñiremos a lo que mejor sabemos hacer: buscar inversiones alejadas del pelotón, sin perder de vista las posibles perturbaciones reales en nuestros sectores.

Huelga decir que no poseemos valores tecnológicos de gran capitalización y no participamos en su reciente repunte. Nos parece bien. Aunque un par de estos valores parecieron valorarse razonablemente durante un breve periodo a finales del año pasado, el mercado olvidó rápidamente las razones por las que se vendieron en primer lugar y se subieron al siguiente carro.

Mayo nos pareció un mes especialmente sombrío. Durante un par de semanas pareció que nada podía salir bien. Algunas de las empresas de las que somos propietarios anunciaron grandes beneficios y perspectivas decentes, para luego caer drásticamente. Las que no presentaron resultados estelares fueron aplastadas. Nadie quería comprar valores de pequeña capitalización, renta variable europea ni nada que decepcionara lo más mínimo. También tuvimos un par de noticias malas, que mencionamos a continuación. En general, fue un mes sombrío.

A finales de mayo, las cosas empezaron a cambiar, y junio nos recordó que a las empresas con valoraciones bajas que producen mucho efectivo les ocurren cosas buenas. Se produjeron acontecimientos positivos en varias de nuestras empresas, incluida una iniciativa estratégica anunciada en nuestra mayor posición IGT, una oferta pública de adquisición parcial en RHI Magnesita, y una oferta pública de adquisición por parte de la matriz de Treasure ASA. Aunque el rendimiento de la cartera no fue especialmente bueno durante el trimestre, bajo el capó se produjeron estos y otros

acontecimientos muy interesantes que creemos que ayudarán a impulsar los rendimientos futuros.

Los mercados estadounidenses vuelven a estar excesivamente valorados. Las perspectivas de inflación y tipos de interés son, como siempre, una incógnita, al igual que el rumbo futuro de la economía. La recuperación de China parece decepcionante. Observamos varias advertencias de beneficios importantes en la industria química. No conocemos el futuro, pero estamos bastante satisfechos de poseer nuestra cartera de valores con grandes descuentos y somos bastante optimistas de que este valor se materializará con el tiempo.

Como recordatorio, somos accionistas de Treasure ASA, un holding cotizado en Noruega cuyo único activo es una participación del 11% en la empresa cotizada coreana Hyundai Glovis (086280 KS), que mencionamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2020. Nos gusta la empresa debido al doble descuento, ya que creemos que Glovis está infravalorada en torno al 80-100%. El 7 de junio de 2023, la empresa matriz, Wallenius Wilhelmsen Holding (propietaria del 78%) hizo una oferta por la minoría a 20 coronas noruegas por acción, con una prima bastante miserable del 10% respecto al día anterior y un descuento del 30% respecto al precio vigente de las acciones de Glovis. Escribimos una carta a los miembros independientes del consejo de administración indicando lo obvio: tenemos una referencia de valoración indiscutible en las acciones cotizadas (que creemos infravaloradas). Respondieron con silencio, pero al menos contrataron al broker local Pareto para que realizara un análisis independiente. Este informe coincidía en que la oferta era insuficiente. Posteriormente, las acciones de Glovis se han revalorizado un 17,6%, aumentando aún más el descuento. Creemos que un precio justo sería un pequeño descuento sobre la acción de Glovis vigente, de modo que los titulares pudieran reinvertir en las mismas condiciones económicas o recibir acciones prorrateadas de Glovis. Creemos que otros accionistas comparten la misma opinión, por lo que estamos dispuestos a esperar una oferta mejor. Al final del trimestre, el descuento era del 37,4%, lo que nos deja un margen alcista de aproximadamente el 60% sobre el precio actual de Glovis y de más del 200% sobre nuestro valor razonable estimado.

Vimos varias oportunidades en situaciones especiales durante el trimestre y añadimos tres de ellas, que creemos ayudarán a impulsar los rendimientos del fondo en los próximos trimestres. También añadimos una posición significativa en la reciente OPV de Lottomatica SpA, que describimos más adelante en esta carta.

Hemos abandonado tres posiciones, incluida la que manteníamos desde hace tiempo en MTU Aero Engines. Compramos las acciones durante la reducción de COVID a un precio extremadamente atractivo. Aunque creemos que se trata de una empresa

rentable a largo plazo y que aún tiene un modesto recorrido al alza, decidimos invertir el capital en oportunidades más atractivas. Vendimos nuestra inversión en iHeartmedia tras un fatigoso y exigente como accionistas. El apalancamiento de la empresa nos ofrecía un importante recorrido al alza, pero también un perfil de alto riesgo. La posicionamos en consecuencia, pero siguió siendo una posición volátil. El creciente negocio de podcasts de la empresa y su apalancamiento operativo nos habrían proporcionado los flujos de caja necesarios para desapalancarnos y obtener una rentabilidad sustancial. Sin embargo, la empresa sufrió un par de heridas autoinfligidas, entre ellas el cambio de su estrategia de venta en medio de un descenso de la publicidad y la falta de cobertura de su deuda a tipo variable.

Esto absorbió sus flujos de caja y ahora, con un margen limitado para pagar la deuda antes de los vencimientos en 2026 y 2027, creemos que el riesgo de deterioro permanente es demasiado alto. Decidimos asumir la pérdida y reinvertir en oportunidades más atractivas con menor riesgo. La tercera venta fue una posición minúscula surgida de una escisión, que se revalorizó rápidamente mientras esperábamos un declive en el que podríamos haber aumentado la posición.

Al final del trimestre, nuestra cartera tenía más de un potencial del 113% de revalorización con respecto a nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba a un PER medio ponderado de 7,5 veces, un rendimiento FCF/EV del 19% y una rentabilidad del capital tangible del 33%.

\*\*\*

Contribuyentes		Detractores	
International Game Technologies	106 bps	Esprinet	-125 bps
RHI Magnesita	76 bps	Undisclosed	-70 bps
Undisclosed	51 bps	LNA Sante	-57 bps
C. Uyemura	47 bps	OCI	-53 bps
Var Energi	30 bps	Melco International	-48 bps

International Game Technology (+19% +106 pb), el proveedor italoamericano de tecnología de loterías y máquinas recreativas fue el principal contribuidor durante el trimestre, tal como presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020. En mayo, la empresa presentó unos resultados del primer trimestre ligeramente por encima de las expectativas y reiteró sus previsiones para todo el año. No obstante, la acción cayó y se mantuvo débil durante el resto del mes. En junio, el consejo anunció que estaba explorando alternativas para los negocios de Global Gaming y PlayDigital, incluida una posible venta, fusión o escisión de las unidades. Las acciones subieron entonces con la esperanza de que se pudiera desbloquear la suma de las partes. La

transacción más relevante para un negocio de lotería fue cuando Brookfield compró el negocio de lotería más pequeño de Scientific Games durante el tercer trimestre de 2021 pagando alrededor de 13x EV/EBITDA. También observamos que la lotería francesa La Française des Jeux (FDJ FP) cotiza a alrededor de 10x EV/EBITDA a plazo. Otras empresas de juego como Light and Wonder y Aristocrat cotizan a 9x y 12x EV/EBITDA respectivamente. Antes del anuncio, IGT cotizaba a 7 veces EV/EBITDA. Creemos que dividir el negocio en dos partes desbloquearía un valor significativo. A pesar de la reciente subida, seguimos viendo un importante potencial alcista sobre la base de los flujos de caja y aún más en un escenario de rupturamiento FCF/EV del 19% y un rendimiento del capital tangible del 33%.

El segundo mayor contribuyente fue RHI Magnesita (+28,5% +76 pb), la empresa austriaco-brasileña de hornos refractarios, presentada en nuestra carta del segundo trimestre de 2019. A principios de mayo, la empresa ofreció una breve actualización comercial en la que afirmaba que, aunque los volúmenes estaban cayendo, los beneficios estaban mejorando debido a una menor inflación de los costes y al aumento de los precios. La acción cotizó mal después. A finales de mayo, Ignite Luxemburgo Holdings, una entidad gestionada indirectamente por el fondo de capital riesgo Rhône Capital, presentó una oferta pública de adquisición del 20% de las acciones de RHI con una prima del 39% sobre el cierre del día anterior, que incluía el dividendo de 1 euro que debía pagarse. Posteriormente, Rhône aumentó la cantidad que compraría al 29,9% de las acciones. Dado que las personas con información privilegiada controlan más del 40% de las acciones, y suponiendo que no vendan, la oferta es de aproximadamente la mitad de las acciones de capital flotante. No sabemos exactamente por qué una empresa de capital riesgo querría una participación del 30% cuando hay un accionista de control, aunque tendrían una participación de igual tamaño si la oferta sale adelante. Sin embargo, indica claramente lo infravalorada que está RHI. Si Rhone cree que ofrecer una prima del 39% por las acciones tiene sentido, está claro que debe ver mucho más recorrido al alza a partir de ahí. Estamos de acuerdo.

El tercer contribuyente significativo fue un productor griego de alimentos no revelado (+25,6% +51 pb). La empresa sufrió el año pasado la inflación de los costes de las materias primas, la energía y el transporte. Creemos que estos vientos en contra se invertirán este año, mientras que se espera que el fuerte cambio de los consumidores hacia las marcas blancas siga apoyando la recuperación. La empresa ha crecido a un ritmo constante, con una TACC de cinco años del 17%, a medida que ampliaba su presencia geográfica y ganaba cuota de mercado. La dirección tiene previsto seguir aumentando la capacidad de producción para satisfacer la creciente demanda.

El cuarto mayor contribuyente fue C Uyemura (+16% +47 pb), el proveedor japonés de productos químicos para la industria de circuitos impresos, que presentamos en nuestra

carta del segundo trimestre de 2021. En mayo, la empresa presentó unas cifras para todo el año mejores de lo previsto y actualizó su plan de negocio a tres años, incluyendo un ejercicio fiscal 2023/24 más débil. Las acciones subieron en junio, lo que posiblemente podamos atribuir a la previsión de un repunte de la demanda, un yen más débil, posibles subvenciones a la industria de semiconductores y/o un aumento general del mercado japonés. De hecho, la empresa ganó un +26,6% en yenes, ya que el yen se depreció un 8,3% frente al euro durante el trimestre.

El quinto contribuyente fue Var Energi (+16,3% +30 pb), el operador noruego de petróleo y gas. VAR siguió generando efectivo gracias a la mejora de la eficiencia de la producción, la estabilidad de los volúmenes de petróleo y gas y los elevados precios realizados. VAR obtuvo un precio medio realizado de 116 \$ por boe en el trimestre, principalmente a través de contactos de precio fijo, que cubren los próximos tres trimestres, y acuerdos flexibles de venta de gas. Durante el trimestre, la dirección anunció la adquisición de todas las operaciones de Neptune Energy Norge en Noruega por una contraprestación en efectivo de 2.300 millones de dólares, mientras que ENI adquirirá todas las operaciones restantes por 2.600 millones de dólares, excluida Alemania. La propiedad de 12 activos productivos, tres de los cuales son explotados por Neptune Norway y siete por Equinor, añade 67 kboepd de producción diaria y 265mmboe de reservas 2P a la cartera de VAR, lo que, unido a varias oportunidades de crecimiento a corto y medio plazo, la hace atractiva. Las cifras combinadas muestran una producción de 281 kboepd de petróleo en el primer trimestre de 2023 y unas reservas de 1.300 millones de boe. VAR está en vías de lograr un aumento de la producción del 50% para 2025. VAR distribuyó un dividendo de 270 millones de USD en el trimestre y espera distribuir aproximadamente el 30% del efectivo de las operaciones después de impuestos a finales de año.

El principal detractor fue Esprinet (-35,6% -125 pb), el distribuidor de electrónica italiano, presentado en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. Esprinet informó de un primer trimestre en línea con las expectativas, aunque mostrando un rendimiento interanual más débil, debido principalmente a una debilidad en PC, móviles y televisores a medida que caía la demanda de los consumidores y finalizaba una subvención. Las previsiones para el conjunto del año están un poco por debajo de nuestras expectativas, pero sigue habiendo potencial de crecimiento interanual si el segundo semestre mejora algo. Sin embargo, el verdadero problema vino de un inesperado litigio fiscal. Aunque sabíamos que se estaban produciendo algunos litigios fiscales, como ocurre con la mayoría de las empresas italianas, no estábamos preparados para la magnitud de las posibles sanciones. Según tenemos entendido, entre 2013 y 2017 la empresa vendió ~<1% de los ingresos a clientes sin IVA, ya que estos clientes fueron declarados reexportadores. Las autoridades fiscales, a posteriori, decidieron que estos clientes no podían clasificarse como reexportadores, por lo que debería haberse cobrado el IVA. Esprinet afirma haber

hecho todo lo que debía según la ley, pero el gobierno no está de acuerdo y ha presentado una demanda. Aunque la dirección de Eprinet cree que debería ganar el caso, las autoridades fiscales han exigido un pago por adelantado de todas las posibles responsabilidades y sanciones a la espera de la decisión del tribunal. Dado el proceso judicial en Italia, esto podría tardar entre 5 y 10 años. El pago total ascendería a 220 millones de euros, que, dado el tamaño de Eprinet, es una cantidad muy grande para estar inmovilizada durante ese plazo, sobre todo teniendo en cuenta los tipos de interés actuales. En su lugar, la empresa decidió llegar a un acuerdo por un 14% del total y pagar en cinco años. Dado que esto supone alrededor del 10% de la capitalización bursátil de la empresa, las acciones se vieron duramente afectadas, aunque el flujo de caja descontado durante ese periodo es mucho menor. Estamos estupefactos ante el hecho de que las autoridades fiscales italianas puedan intimidar a una empresa para que llegue a un acuerdo de este tipo, que recuerda más a un chanchullo de protección que a un régimen fiscal justo en un país desarrollado.

El segundo mayor detractor fue una microcapital no revelada que cayó al revisar sus estimaciones previas para el año anterior y retrasar sus declaraciones. La empresa está atravesando dificultades de crecimiento y, al parecer, no dispone de los controles contables que requiere una empresa que cotiza en bolsa. El error fue un simple error de contabilidad. El hecho de que los auditores hayan tardado en detectarlo demuestra la debilidad de su departamento financiero y de su director financiero. El empresario es muy consciente de ello y está tomando medidas correctoras, pero hace mella en su credibilidad. Estamos dispuestos a concederle el beneficio de la duda por ahora, pero vigilaremos de cerca su elección de nuevo director Financiero y otros puestos clave que requieran cambios. Seguimos pensando que la relación riesgo/beneficio es muy atractiva.

En tercer lugar, se situó LNA Sante (-13,8% -57 pb), el operador francés de residencias de ancianos y centros sanitarios, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2022. Los ingresos procedentes de residencias de ancianos en Francia, otras actividades sanitarias y el segmento de negocio internacional aumentaron, registrando un crecimiento orgánico combinado del 6,9%. La tasa de ocupación se ha recuperado totalmente hasta los niveles anteriores a la pandemia y se sitúa actualmente en el 97%, excluida la hospitalización a domicilio, significativamente por encima de los dos pares más cercanos. La dirección espera que el crecimiento se acelere en los próximos trimestres y que la renegociación de las tarifas alivie gradualmente la presión sobre los márgenes. La dirección reiteró un objetivo de crecimiento orgánico del 6% y un objetivo de ventas de 725 millones de euros para 2023. Seguimos creyendo que LNA se enfrenta a retos más coyunturales que estructurales, por lo que ofrece un importante potencial alcista.

El cuarto mayor detractor fue OCI (-20,4% -53 pb), el productor holandés de fertilizantes nitrogenados y metanol, presentado en nuestra carta del segundo trimestre de 2019 y actualizado en nuestra carta del cuarto trimestre de 2021. Después de un 2022 estelar, el mercado de amoníaco y urea se suavizó bruscamente en el primer y segundo trimestre de 2023, ya que los precios del gas cayeron rápidamente, causando también pérdidas de cobertura y reduciendo la curva de costes. El descenso de los costes de los insumos también ha devuelto capacidad al mercado, con el consiguiente impacto en las perspectivas de márgenes. Habíamos reducido sustancialmente nuestra exposición, pero nos pilló desprevenidos la rápida debilidad del volumen en el mercado agrícola, a pesar de que la mayoría de los fundamentos seguían siendo bastante sólidos. Seguimos siendo estructuralmente positivos en los mercados del amoníaco, la urea, el DEF y el metanol, y creemos que los activos de OCI están infravalorados.

El quinto detractor significativo fue Melco International (-20,6% -48 pb), el holding de un operador de casinos de Macao. Melco continuó viendo un impulso de mejora en abril y Golden Week en mayo, con una caída de los juegos de mesa del mercado masivo y los ingresos brutos de juego masivo durante el período de Golden Week superando el mismo período en 2019. La recuperación del primer trimestre de 2023 fue del 70% frente a 2019, pero la dirección espera recuperarse por completo en junio de 2023. Las visitas totales en Macao han descendido respecto a los niveles previos a Covid, pero mejoran semana a semana, con las visitas masivas premium ya por encima de los niveles previos a Covid. El desapalancamiento sigue siendo la principal prioridad de la dirección. El apalancamiento y la recuperación de China, más débil de lo previsto, son probablemente las causas de la reciente evolución de la cotización. Sin embargo, la recuperación de los ingresos brutos de Macao allana el camino para unos sólidos fundamentos de cara al futuro.

\*\*\*

## Lottomatica SpA (LTMC IM)

Lottomatica se formó mediante la fusión de Gamenet, un actor en el mercado italiano de máquinas recreativas, y la operación B2C italiana de IGT, que se completó en 2021. Resulta que conocemos muy bien ambos negocios, ya que mantuvimos Gamenet (consulte nuestra carta de inversores del segundo trimestre de 2019) hasta que se hizo privada y seguimos manteniendo IGT (consulte nuestra carta de inversores del primer trimestre de 2020) en la actualidad. La empresa salió a bolsa recientemente en un momento difícil, lo que presentó una oportunidad para adquirir una participación a un precio atractivo. El modelo de Lottomatica, resistente a la recesión, unido a una fuerte cuota de mercado en un mercado en crecimiento consolidado en un régimen



regulador avanzado, combinado con una valoración baja, crea un potencial alcista significativo con un perfil de riesgo atractivo.

Lottomatica es una empresa italiana líder en el sector del juego que ofrece diversos juegos en línea, como casino, póquer, bingo y apuestas deportivas. Además, la empresa explota una red de distribución minorista en franquicia de apuestas y juegos deportivos. Online representa el 46% del EBITDA del grupo en 2022 e incluye iSports, iGaming y otros productos online. Sports Franchise representa el 20% del EBITDA, y el segmento abarca productos como apuestas deportivas, virtuales y hípicas. La Franquicia de Juego representa el 34% del EBITDA e incluye la gestión directa de salones de juego y actividades de concesión de VLT y AWP.

El mercado italiano del juego es el mayor de Europa, con más de 20.000 millones de euros de ingresos brutos, y Lottomatica es el principal operador. Se espera que el mercado crezca a un ritmo del 6-7% en los próximos cuatro o cinco años, impulsado principalmente por el crecimiento de dos dígitos en los verticales online e iGaming, mientras que se espera que el crecimiento offline sea de un dígito bajo. Si bien la penetración en línea en Italia creció del 14% en 2019 al 28% en 2022, sigue estando muy por detrás de otros mercados desarrollados como el Reino Unido, Francia y los países nórdicos, con un 65%, 47% y 85% respectivamente. La empresa lidera el mercado del juego online en Italia, por lo que se espera que se beneficie de esta transición.

Los riesgos de Lottomatica incluyen el riesgo de país único para la macroeconomía y la regulación, y la incertidumbre en torno al marco de renovación de las concesiones. Sin embargo, creemos que estos riesgos se compensan, ya que el valor cotiza con un rendimiento del flujo de caja libre superior al 10% en 2023 y superior al 14% en 2025, con un fuerte viento de cola derivado de la transición del mercado al juego en línea, características defensivas y un apalancamiento inferior a 2,0 veces, y pensamos que el mercado reconocerá lentamente el valor del negocio una vez que desaparezcan las incertidumbres regulatorias.

Terminamos con una cita de nuestro escrito sobre Gamenet en nuestra carta del 2T 2019.

Aunque muchos inversores en valor no invertirían en una OPV reciente, especialmente si es propiedad de un fondo de capital riesgo (el temor a la información asimétrica), a veces consideramos que presentan oportunidades interesantes. El capital riesgo obtiene la mayor parte de su rentabilidad apalancando empresas de calidad con fuertes flujos de caja. A nosotros también nos gusta poseer empresas con fuertes flujos de caja, pero preferimos una deuda menor y activos bien invertidos. Dado que los fondos de PE tienen una vida limitada, a menudo es posible comprar hacia el final del ciclo de vida

de un fondo, cuando se puede considerar que el fondo es una especie de vendedor forzoso. Esto puede dar lugar a valoraciones interesantes para los compradores potenciales. Los PE rara vez pueden vender toda su participación en la OPV y, por tanto, tienen interés en que el precio de la acción no se desplome poco después. Los ingresos de la OPV suelen utilizarse para amortizar deuda y, como las finanzas bajo la titularidad de los fondos de capital riesgo suelen parecer poco atractivas, pocos fondos de capital riesgo u otros inversores cuantitativos suelen estar interesados. Los equipos directivos suelen tener participaciones considerables, lo que nos gusta y nos da cierta seguridad de que invertirán adecuadamente en el negocio. Los fondos de capital riesgo también corren riesgos de reputación y es posible que no quieran manchar su próxima operación. Creemos que pueden ser situaciones especiales interesantes.

\*\*\*

Como indicamos en nuestra carta anterior, actualmente no cobramos comisión de gestión hasta que el fondo alcance un tamaño mayor. En ese momento, la comisión de gestión de la clase de los fundadores será sólo del 1% de los activos. No cobramos comisiones de entrada o salida a pesar de que nuestro KIID dice que es teóricamente posible.

Nuestro objetivo es y seguirá siendo la cartera, pero necesitamos aumentar nuestros activos hasta un nivel sostenible. No dude en compartir esta carta con cualquier inversor potencial.

Actualmente tenemos un acuerdo comercial con Cobas Asset Management para distribuir nuestro fondo en España. Ya puede abrir una cuenta y realizar 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 ponerse en contacto con el equipo de Cobas en el +34 91 755 68 00 o en [international@cobasam.com](mailto:international@cobasam.com).

Nuestro fondo puede invertirse 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 Reino Unido, España y Luxemburgo, incluida la distribución minorista.

Actualmente son distribuidores en España las siguientes entidades financieras: Renta 4 (es posible que tenga que ponerse en contacto con ellos, ya que aún no se ofrece en la página web), Ironia, Lombard Odier, Banco Alcalá, así como muchas otras 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 ofrece en la plataforma de bajo coste AJ Bell, [ajbell.co.uk](http://ajbell.co.uk), y puede formar parte de una ISA o pensión.

Nuestro fondo también está disponible en SwissQuote, [swissquote.com](http://swissquote.com), donde casi 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 en [IR@palmharbourcapital.com](mailto:IR@palmharbourcapital.com).

Nuestro fondo se ofrece como parte de un fondo de fondos de pensiones español orientado al value. Si está interesado en invertir en un plan de pensiones español, póngase en contacto con nosotros.

Les agradecemos su continuo apoyo. Seguimos creyendo que es un buen momento ser un inversor value y estamos muy ilusionados con las perspectivas a medio plazo de la cartera actual.

Atentamente,

*Palm Harbour Capital*

*Esta información es comunicada por Palm Harbour Capital LLP, que está autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera. Este material tiene carácter meramente informativo y no constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ninguna inversión ni la suscripción de ningún 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, actividad de inversión o actividad controlada a la que se refiera esta información sólo está disponible para dichas personas y sólo se realizará con ellas. Las personas que carezcan de 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 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.*