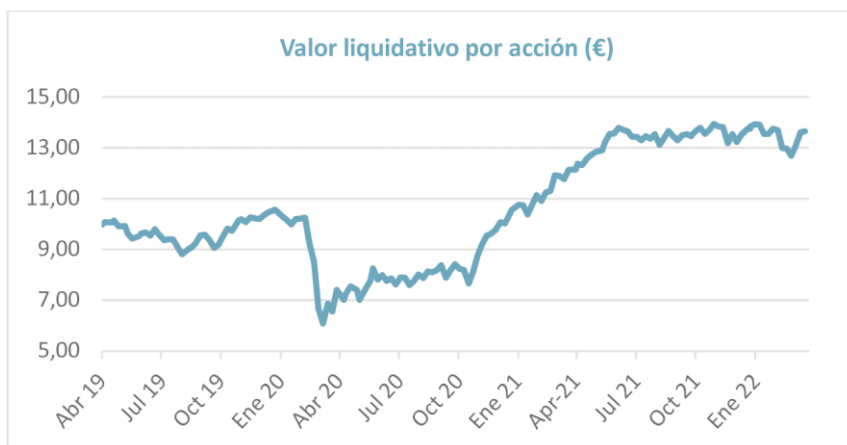




PALM HARBOUR CAPITAL

Estimados compañeros inversores y amigos:

Durante el primer trimestre, el fondo perdió un 0,65 %, antes de comisiones¹. No hay un índice de referencia establecido en nuestro Documento de información clave para el inversor (KIID) y, por tanto, no cabe comentario sobre el rendimiento relativo. Saquen sus propias conclusiones. Eso sí, el número anterior parece mejor que los índices de referencia europeos y mundiales. Hemos cerrado el trimestre con un rendimiento en lo que va del ejercicio («year to date») de -0,65 % (-0,8 % en valor liquidativo). Entre el inicio y el cierre del trimestre, fue de 36,4 %, es decir, 10,9 % de rendimiento anual compuesto. Del mismo modo, nuestro último valor liquidativo comunicado al final del trimestre fue de 13,64 (31/03/2022, -0,8 % respecto al valor liquidativo comunicado más cercano al final del cuarto trimestre, de 13,75). Somos muy optimistas sobre las perspectivas de nuestra cartera y la posibilidad de lograr nuestra aspiración de rentabilidad compuesta a largo plazo. La composición de nuestro fondo no se parece a ningún índice, por lo que nuestro rendimiento tampoco tenderá a parecerse.



¹ Nuestro valor liquidativo es objeto de cálculo semanal por FundPartner Solutions, una filial de Pictet & Cie. El cálculo no coincide en el tiempo con los informes mensuales o trimestrales. El rendimiento bruto se declara neto de impuestos y comisiones, pero antes de imputar los gastos del fondo, que actualmente ascienden a una tasa aproximada de 10 pb por trimestre con el volumen actual de activos bajo gestión (AUM). Proyectamos que la tasa de gasto disminuirá significativamente a medida que el AUM aumente. Rogamos consulten nuestro comentario sobre comisiones de gestión.

La mayor inflación en décadas. Guerra en Europa. Los bancos centrales exasperantemente lentos a la hora de alejarse del dinero barato. La rentabilidad de los bonos. Política de cero COVID en China. Ha sido un trimestre intenso, por decirlo suavemente. La guerra es un asunto difícil de describir, ya que tiene una fuerte carga emocional y existen infinitos resultados posibles con probabilidades inciertas. Muchos han declarado su estupor ante una guerra así en la Europa moderna. A la vista del historial y la retórica de Putin, creemos que han pecado de ingenuos. Sin embargo, no deja de ser trágico. Estamos impresionados por la resistencia ucraniana.

Desde el punto de vista de la inversión, afortunadamente no estábamos expuestos directamente a activos rusos ni ucranianos, y, en su mayor parte, las compañías de nuestra cartera solo tenían una exposición directa limitada. La exposición indirecta es otra cuestión.

A pesar de que Rusia solo supone el 1,8 % del PIB mundial², su aportación es muy superior en petróleo y gas (11 % de las exportaciones mundiales)³, trigo (21 %), fertilizantes (23 %), paladio (25 %) y otras materias primas⁴. Aunque Europa parece incapaz de resolver su adicción a las materias primas rusas y tratar la guerra como una guerra, muchas compañías sometidas a la presión pública han decidido no adquirir productos rusos o retirarse de Rusia. Ucrania es el mayor exportador mundial de aceite de girasol, uno de los cinco primeros exportadores de maíz (16%) y trigo (10%) y se la considera el «granero de Europa». Bielorrusia, también sometida a sanciones relacionadas con el conflicto, es el segundo mayor exportador de potasa. La pérdida de las exportaciones de materias primas ucranianas, rusas y bielorrusas se está haciendo sentir en todo el mundo. Ya ha provocado un alza de precios y ha echado gasolina a la hoguera de la inflación.

A pesar de la mayor inflación en décadas y la incertidumbre económica, nuestra cartera ha cerrado el trimestre con un descenso moderado. Hemos tenido compañías con buenos resultados en el trimestre por nuestra exposición a los fertilizantes, petróleo, gas y productos químicos agrícolas. Por otra parte, tenemos empresas industriales que consumen gas y electricidad en su producción, así como compañías consumidoras más sensibles a una desaceleración económica o al deterioro del gasto discrecional, que han tenido un rendimiento inferior al esperado.

² El Banco Mundial

³ [Administración de Información Energética de Estados Unidos](#)

⁴ [La guerra de Putin exige una respuesta económica mundial concertada](#)

Al tiempo que la guerra ha exacerbado la inflación para las materias primas, la política de cero COVID en China ha prolongado las alteraciones en las cadenas de suministro, lo que ha afectado a numerosos sectores y ha mantenido altos los precios de numerosos bienes. Será interesante observar cuánto tiempo puede mantenerse esa política ante el riesgo creciente de recesión. La única ventaja es quizá un enfriamiento de algunos factores de la inflación en las materias primas. Dicha política supone un freno para unas pocas compañías de nuestra cartera, por lo que deseamos que termine pronto. No comprendemos que China haya decidido no comprar vacunas occidentales más efectivas y creemos que, al final, el daño económico la hará cambiar de rumbo.

Por fin la Fed ha actuado. Ha hecho falta que la inflación llegara al 8,5 % en marzo para que decidiera una subida de 25 puntos básicos. Del mismo modo, el BCE puede acabar por alzar el tipo a cero, a la vista de una inflación del 7,4 % en marzo. Decir que van a remolque es quedarse ridículamente cortos.

Aunque podemos estar de acuerdo en que la inflación actual de las materias primas está más relacionada con políticas públicas poco efectivas, convulsiones externas y campañas de inversión ESG pobremente dirigidas, y que, por lo tanto, queda fuera de la influencia de la Fed, la mayor parte de la inflación sigue siendo culpa de los bancos centrales. Ni siquiera vamos a empezar a explayarnos sobre el sinnúmero de otros problemas que han causado los bancos centrales con sus políticas.

Durante el trimestre hemos vendido dos posiciones que habíamos mantenido mucho tiempo (Befesa y Wabtec) y hemos agregado tres nuevas (Vår Energi, Wickes y Verallia). Hemos recortado posiciones que se benefician de la crisis actual y agregado a las que pensamos que se vendían de forma indiscriminada.

La mejor manera de conservar el patrimonio en un entorno inflacionista, en nuestra opinión, es poseer empresas de alta calidad con poder de fijación de precios, partícipes aventajados en el mercado de materias primas, y activos «duros». Creemos que la compra de este tipo de empresas, junto con fuertes flujos de caja y perfiles de reinversión de alta rentabilidad comprados con un descuento significativo respecto a su valor intrínseco, acabará produciendo un gran rendimiento REAL. Nuestra cartera está bien posicionada en este entorno. Tenemos más de un 100 % de potencial alcista en nuestra cartera y creemos que es posible obtener una rentabilidad anual compuesta parecida a la de mediados de la década pasada en este entorno. El camino será muy accidentado, ya que es probable que la volatilidad y las pérdidas en otras áreas del mercado sigan aumentando, lo que podría llevar a una desinversión indiscriminada. Pero seguramente será temporal. Nos sentimos cómodos con nuestra visión a largo plazo y con nuestra investigación y análisis, y creemos que, en última instancia, nuestra

inversión dará sus frutos. A las empresas sólidas que generan mucho efectivo les pasan cosas buenas.

Contribuyentes		Detractores	
OCI NV	+206 pb	RHI Magnesita	-118 pb
Boa Vista Serviços	+97 pb	Esprinet	-80 pb
Bayer	+82 pb	Danieli Savers	-77 pb
DNO	+74 pb	JOST Werke	-76 pb
Vår Energi	+46 pb	Melco International	-57 pb

El mayor contribuyente del trimestre ha sido OCI NV, productor neerlandés de metanol y fertilizantes nitrogenados, que presentamos en la carta del segundo trimestre de 2019 y actualizamos posteriormente en la última carta del cuarto trimestre de 2021. OCI ha añadido 206 puntos básicos al fondo gracias a su cierre del trimestre con una subida de casi un 40 %. Los precios de los fertilizantes nitrogenados y los cereales eran ya altos en todo el mundo por diversos motivos, y la guerra en Ucrania ha intensificado aún más esa situación. OCI se beneficia de los menores volúmenes de fertilizantes nitrogenados rusos importados en los países occidentales (cuota de exportación 24% de amoníaco 14% urea, 25% UAN, 6% metanol) y de sus instalaciones de producción de gas natural de bajo coste en Estados Unidos y el norte de África. Además, la producción marginal de nitrógeno actual se basa en Europa, con una volatilidad extrema para el gas. Creemos que los precios de los fertilizantes nitrogenados se mantendrán altos durante un periodo prolongado y que, cuando finalmente bajen, continuarán por encima de los promedios a largo plazo.

El segundo mayor contribuyente fue Boa Vista Serviços, una empresa brasileña de calificación crediticia que presentaremos más adelante en esta carta. Ha contribuido con 97 puntos básicos después de haber perdido 148 puntos básicos en el cuarto trimestre de 2021, con un rebote del 40,6 % en el primer trimestre. La cotización se recuperó después de presentar los resultados del año completo, que superaron las expectativas. La posición también se ha beneficiado de una subida de casi el 20 % del real brasileño con respecto al euro.

El tercer mayor contribuyente fue Bayer AG, el grupo farmacéutico y agrícola alemán, que aportó 82 puntos básicos en el trimestre. Al igual que OCI, Bayer se está beneficiando de los altos precios agrícolas, que permiten a los agricultores gastar más en los productos necesarios para mejorar su rendimiento. También cuentan con un canal de innovación muy favorable que probablemente les permitirá elevar los precios

también el año próximo. El canal farmacéutico está mejorando, lo que calma los temores a una sobreexposición a su producto superventas Xarelto, cuya patente expira dentro de pocos años. Desgraciadamente, el Procurador General, que forma parte de la administración Biden, ha cambiado la opinión respecto a la administración anterior y se ha pronunciado en contra de que el Tribunal Supremo acepte el caso de Bayer. Creemos que los méritos del caso todavía pueden persuadir a los jueces con tendencia conservadora para que acepten el caso. La Agencia de Protección del Medio Ambiente ha declarado sistemáticamente que los herbicidas a base de glifosato pueden utilizarse con seguridad y no son cancerígenos. Sin embargo, Bayer está siendo demandada por usuarios no profesionales y está perdiendo en el juicio a pesar de no tener casi ninguna prueba científica, alegando que las leyes estatales de etiquetado difieren de las de la EPA y que la preeminencia federal no es relevante. Las posibilidades de que se acepte y se gane son muy bajas, pero las pérdidas finales por el glifosato ya están más que descontadas en el precio actual de las acciones. Eliminar la responsabilidad y el riesgo futuro permitiría una revalorización sustancial de las acciones.

El cuarto mayor contribuyente fue DNO, una compañía petrolífera y de gas cotizada en Noruega, que aportó 74 puntos básicos en el trimestre. La compañía se está beneficiando claramente de los altos precios del petróleo. A pesar de la solidez reciente en su cotización, sus acciones siguen estando considerablemente infravaloradas, especialmente en comparación con otras similares que se benefician con la expectativa de precios altos del petróleo a largo plazo. Además, el hallazgo de Kveikje en abril de 2022 refuerza la situación de DNO en una zona fundamental del Mar del Norte y reduce el riesgo de las licencias cercanas de DNO, mejorando sus expectativas de prospección.

El quinto mayor contribuyente fue Vår Energi, una compañía petrolífera y de gas cotizada en Noruega, que aportó 46 puntos básicos al fondo. Vår es una reciente OPV del gigante energético italiano ENI y los activos noruegos del inversor de capital privado HitecVision. Al finalizar la OPV, ENI cuenta con una participación del 64,3 %, mientras que HitecVision tiene un 24,6 %, con el 11,1 % restante libre. En comparación con sus competidores, Vår cuenta una elevada producción de gas, no está expuesta a activos internacionales y no tiene planes de crecimiento con renovables. La cartera de Vår en 2021 se componía de un 37 % de gas natural, 8 % GNL y 55 % petróleo, con un 48 % de la producción total procedente de los primeros cinco centros. La producción en 2021 fue de 243 000 BEP/día, pero la dirección espera superar los 350 000 BEP/día en 2026 a consecuencia de catorce proyectos distintos actualmente en desarrollo. Las reservas y la base de producción de Vår la convierten en una de las mayores compañías de prospección y producción de la plataforma continental noruega.

El mayor detractor fue RHI Magnesita, compañía austriaca-brasileña de productos refractarios que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2019. Ha perdido 118 puntos básicos durante el trimestre a causa de una caída del 24,7 %. Aunque la compañía sigue prometiendo que su estrategia de precios compensará los costes siempre al alza provocados por las dificultades de la cadena de suministro y el incremento de los precios del transporte y la energía, es algo aún por demostrar en sus resultados financieros, que han sentado mal en el mercado. Además, los inventarios han aumentado sensiblemente como resultado de los cuellos de botella en las ventas y la cadena de suministro, lo que ha aumentado la deuda neta. Según distintas conversaciones con la compañía, el capital circulante podrá normalizarse con el aumento de los precios y las alteraciones en la cadena de suministro acabarán por resolverse. El mercado del acero experimenta actualmente una gran pujanza general que permite un alza continuada de los precios, lo que protegerá los márgenes en los próximos trimestres. Constatamos que el primer ejecutivo ha estado comprando acciones en el mercado.

El segundo mayor detractor fue Esprinet, un distribuidor italiano de electrónica que se presentó en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. Esprinet es una de nuestras compañías italianas de mediana capitalización que fue vendida sin contemplaciones al comenzar la invasión rusa (por un momento pensamos que el mercado había confundido Italia con Ucrania). Esto ocurrió a pesar de unos buenos resultados en el cuarto trimestre y expectativas positivas para este año. Los comentarios de la dirección sobre la disponibilidad de productos, la demanda del mercado, la evolución de los márgenes y la inflación siguen siendo positivos.

El tercer mayor detractor fue nuestra participación en las acciones de ahorro de Danieli. Danieli, fabricante italiano de plantas siderúrgicas y productor de acero que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2020, ha perdido 77 puntos básicos en trimestre debido a una caída del 16,2 % en su cotización. A diferencia de Esprinet, Danieli sí tiene cierta exposición a Rusia, pues el 10 % de su cartera de pedidos corresponde a fabricantes de acero rusos. Afortunadamente, estos proyectos están completamente cubiertos por pagos anticipados, y el sólido rendimiento operativo implica que es improbable que las ventas se vean afectadas significativamente. También está expuesta a los crecientes costes energéticos en sus plantas siderúrgicas EAF, pero esto puede compensarse en gran medida por los mayores precios del acero, que en Europa han aumentado entre un 30 y un 90 % desde mediados de febrero a causa del temor a interrupciones del suministro por la decisión europea de prescindir de las importaciones de Rusia y por la reducción del suministro desde Ucrania. En conclusión, nos sentimos cómodos con esa exposición, y la modernización de las plantas siderúrgicas será aún más crítica si los precios del gas y el carbón se mantienen altos.

El cuarto detractor fue JOST Werke, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2021. Ha perdido 76 puntos básicos durante el trimestre a causa de una caída de la cotización del 26,5 %. La compañía ha anunciado resultados sólidos en el cuarto trimestre y en todo 2021, así como buenas previsiones para 2022, con márgenes estables a pesar de la alta inflación en el acero, la energía y el transporte. Sin embargo, los mercados creen que la inflación afectará gravemente a sus márgenes y temen una desaceleración en el mercado de camiones norteamericano (a pesar de la fuerte demanda de camiones a los fabricantes). Aunque las tarifas al contado de los fletes en Estados Unidos han bajado desde los máximos causados en enero por la variante ómicron, parece que los transportistas han optado de hecho por contratos a mayor plazo para asegurar la capacidad, y que esas tarifas se mantienen firmes, como también los volúmenes. Por no mencionar que el 25 % de las ventas corresponde al mercado agrícola, que debería seguir en buenas condiciones. Su competidor SAF Holland ha sido mucho más pesimista en sus previsiones, anticipando márgenes claramente más débiles, aunque tradicionalmente siempre ha rendido menos que JOST. No podemos descartar una recesión en el mercado mundial de transporte de mercancías, pero incluso con los beneficios y los flujos de caja al mínimo, las acciones son muy asequibles.

El quinto detractor fue Melco International, grupo de casinos con sede en Macao que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2020. Ha perdido 57 puntos básicos. Melco continúa sufriendo la desacertada estrategia de cero COVID en China. Como hemos dicho, pensamos que esa política es insostenible y que acabará por abandonarse.

Al cierre del trimestre, nuestra cartera tenía un «upside» del 116 % con respecto al valor liquidativo, una media ponderada de PER de 8x, rendimiento FCL / VE del 15 % y un rendimiento del capital tangible del 33 %.

Wickes Group plc (WIX LN)

Wickes es el segundo distribuidor minorista especializado en bricolaje del Reino Unido y se escindió de Travis Perkins en abril de 2021. Aunque opera en el mismo sector que su antigua matriz, ha limitado las sinergias dirigiéndose a un segmento distinto. Travis Perkins atiende cuentas de grandes comerciantes y constructoras, mientras que Wickes se dirige a agentes más pequeños y al comercio minorista (bricolaje y profesionales)

Este modelo de negocio tiene una interesante ventaja en cuanto a la superficie comercial, pues permite que las tiendas sean entre el 50 y el 75 % más pequeñas que los grandes almacenes de bricolaje habituales, sin dejar de atender a tres bases de clientes distintas. El pequeño cliente tradicional llega por la mañana temprano y a menudo hace por la noche el encargo para el trabajo del día siguiente. El cliente de bricolaje viene más tarde para recoger lo necesario para sus proyectos en el hogar y el jardín, mientras que para los profesionales normalmente hay dos personas que toman las decisiones y solo vienen por las tardes o los fines de semana. Esto permite un mejor uso del espacio, en comparación con las tiendas específicas de cada campo.

Profesionales

Wickes da empleo a 620 asesores de diseño y a más de 2600 instaladores certificados que ayudan a sus clientes desde la planificación a la instalación de sus cocinas, baños o, más recientemente, oficinas en casa. Su equipo de instalación propio evita a los clientes los problemas de buscar arquitectos, asesores y constructores, así como negociar calendarios y precios fijos. Puede parecer trivial, pero quienes hayan tenido que tratar con constructores británicos apreciarán la tranquilidad de evitar aumentos de plazo y presupuesto y ahorrarse la necesidad de encontrar un asesor independiente. Este segmento diferencia a Wickes de sus rivales, ya que ninguno de los grandes distribuidores británicos del sector ofrece un servicio similar. Wickes se dirige al segmento premium del mercado, que tiene una correlación con las transacciones de viviendas.

Bricolaje

Wickes vende madera, pintura, tornillería, herramientas, material de jardinería y otros productos similares. El sector del bricolaje había crecido lentamente hasta que con la pandemia todo el mundo se puso a renovar su hogar. Está por ver si la tendencia se mantiene en el tiempo, pero mientras se siga trabajando desde casa es probable que la gente continúe haciendo mejoras.

Pequeños comerciantes

Los pequeños comerciantes suelen ocuparse de proyectos menores, como remodelar un loft o renovar una cocina. Tradicionalmente iban a grandes comercios de construcción, como Travis Perkins, pero los precios que conseguían eran muy malos, porque el comercio estaba orientado a descuentos por grandes cantidades y cuentas con grandes pedidos. Con el uso de Internet y la transparencia de los precios, este modelo comenzó a decaer y aparecieron tiendas pequeñas, como Tool Station y Screwfix, que ofrecían precios más bajos. Sin embargo, su tamaño era muy pequeño y solo ofrecían tornillos, clavos, pequeñas herramientas y otros artículos menores. Wickes ofrece artículos que pueden interesar al constructor, como pintura, madera, ladrillos, baldosas y otros productos pesados, pero los ofrece con un precio fijo (y con

un 10 % de descuento para los comerciantes con respecto al cliente de bricolaje). De ese modo ocupan el nicho de mercado comprendido entre los constructores y el formato de tienda pequeña de atención rápida.

El 73 % de las viviendas del Reino Unido tiene más de 40 años, un parque anticuado que supone un fuerte impulso para el mercado de la remodelación del hogar. La dirección estima que el mercado británico de remodelación del hogar seguirá creciendo al 2,5 % hasta 2025.

Otros factores de diferenciación son su enfoque en la madera y los productos pesados, los precios por lotes de almacén y una estrategia basada en precio y no en valor. Los productos pesados son especialmente importante para Wickes, que los ofrece en mayor variedad que sus competidores. Esta categoría de productos también protege al negocio de las alteraciones por el comercio electrónico, que para estos productos tiene unos gastos de envío y unos plazos de entrega que lo hacen poco interesante.

Wickes parece tener casi todas las características de una interesante empresa escindida. Es mucho más pequeña que Travis Perkins, seguramente atrae a un tipo de accionista muy distinto y se incluye en índices muy diferentes, y además se dedica a un sector actualmente no muy considerado. Por eso creemos que la evolución durante el año pasado desde 2,50 £ a nuestro precio de compra por debajo de 1,80 £ puede atribuirse en parte a que los grandes fondos y seguidores de índices han vendido sus participaciones pequeñas sin mucho sentido. También creemos que la compañía se beneficiará de una política de asignación de capital independiente y de un equipo directivo bien incentivado, que ahora recibe gratificaciones en acciones relacionadas directamente con su negocio.

La compañía ha alcanzado 123 £ de efectivo neto con una capitalización en el mercado de 460 millones de libras al final del trimestre. Creemos que puede ganar entre 50 y 70 £ de flujo de caja libre en un año normal (este año tendrá gastos informáticos no recurrentes y un gasto de capital ligeramente elevado). Ello deja un flujo de caja significativo por asignar. Próximamente acelerará la actualización de sus tiendas a su nuevo formato, que aleja la exposición de la madera y mejora la experiencia para el comprador de cocinas. Creemos que ello supondrá un retorno adicional del 20 o 30 % del capital invertido en los próximos tres o cinco años. Ha anunciado la apertura de 15 nuevas tiendas (su número se había mantenido constante en los últimos años) y continúa invirtiendo en informática para ofrecer una experiencia omnicanal. Estas posibilidades de inversión de capital probablemente se ahogaban en la estructura del grupo. También ha anunciado una política de dividendos generosa y parece dispuesta a recompras de acciones en el futuro.

Las compras internas tanto del presidente como del primer ejecutivo por encima de nuestro nivel de entrada aportan aún más confianza a nuestras tesis de inversión. Con nuestras cifras normalizadas, las acciones se cotizan con cerca de un 18 % de rendimiento en flujo de caja libre, lo que nos parece bastante atractivo.

Boa Vista Serviços (BOAS3 BS)

Boa Vista es el segundo mayor proveedor de Brasil en crédito al consumo y comercial, proporciona análisis, y es comparable a Experian, Equifax, TransUnion o CIRBE en España. Opera principalmente en el sur, mientras que su principal competidor, Serasa, propiedad de Experian, opera en todo el país. Sin embargo, tiene un acuerdo con SPC para compartir información en el norte y el nordeste. (SPC no compite con Boa Vista en el sur). En 2019 algunos de los principales bancos establecieron un cuarto competidor, pero, debido a las altas barreras de entrada y la nueva normativa, apenas ha progresado hasta hoy y el mercado puede considerarse un duopolio.

El sector de las entidades de crédito apareció en Brasil en los años cincuenta cuando asociaciones comerciales minoristas quisieron apoyar a un mercado de ventas a plazos que crecía rápidamente acelerando la concesión de créditos y reduciendo la morosidad, lo que dio lugar a la creación de Boa Vista y SPC. Por su parte, los bancos fundaron Serasa para ofrecer a sus miembros unos servicios centralizados que finalmente incluyeron también servicios de crédito. En 2007 Experian adquirió el 70 % de Serasa por 500 millones de dólares y en 2012 el resto por 1500 millones.

La Boa Vista moderna se constituyó como organización sin ánimo de lucro en 2010 con la Asociación Comercial de São Paulo como principal accionista. Tres asociaciones, Paraná, Río de Janeiro y Porto Alegre, adquirieron una participación del 6,9 % a cambio de sus bases de datos y la entidad de capital privado TMG adquirió un 25 %. En 2011, Equifax vendió sus operaciones en Brasil a Boa Vista a cambio de un 15 % de participación (diluida posteriormente hasta el 11 %). La compañía salió entonces a bolsa en 2020.

El sector disfruta de mucha atención por parte de los inversores, ya que tiene información «imprescindible» para tomar decisiones mejores, un crecimiento regular combinado, un modelo «crear una vez y vender muchas» que impulsa el apalancamiento operativo y barreras de entrada elevadas, ya que volver a crear las bases de datos es casi imposible. El resultado son altos flujos de caja con regularidad.

Recientemente Brasil ha introducido el concepto de «datos positivos», por el que los bancos, empresas de telecomunicación y suministros de agua y electricidad deben informar de si sus clientes pagan puntualmente o incumplen pagos. Anteriormente las entidades de crédito empleaban los «datos negativos», que debían comprar por un alto precio a notarios municipales y que solo indicaban si alguien incurría en impago y terminaba ante los tribunales. Los datos positivos permiten aprovechar numerosas innovaciones y nuevos productos. En otros países que se han abierto a los datos positivos siempre ha habido una explosión en la oferta de créditos. En Brasil, el volumen de créditos al consumo es de solo un 36,6 % del PIB. Al compararlo con los mercados desarrollados, como Estados Unidos, con un 78,5 %, y el Reino Unido, con un 87,7 %⁵, se constata que hay por delante un largo camino de crecimiento que requerirá los servicios de entidades de crédito. El aumento reciente de la banca tecnofinanciera y las compañías de crédito en Brasil también han supuesto un fuerte crecimiento.

La compañía supone efectivo neto y se cotiza con múltiplos muy atractivos, a la vista de sus perspectivas y la situación del sector. Cuando compramos las acciones por primera vez, determinamos que su nivel estaba cerca de un 10 % de rendimiento de flujo de caja libre. Sin embargo, la previsión partía de una reducción del gasto de capital por el menor gasto en datos negativos. Es lo que manifestaba la dirección hasta el tercer trimestre de 2021, cuando decidieron aumentar el gasto de capital y contratar más personal informático. Ello produjo una venta masiva de acciones, ya que el flujo de caja a corto plazo se recortó sensiblemente. Sin embargo, las inversiones tienen sentido y llevarán a un crecimiento aún mayor en el futuro. Después de presentar los resultados para todo el año, las acciones se han recuperado en parte. Aunque el repunte no alcanza nuestra anterior previsión a tres o cinco años, sigue claramente por encima del precio de la acción al final del trimestre.

Tal como indicamos en nuestra carta anterior, no cobraremos una comisión de gestión hasta que el fondo no alcance mayor tamaño. La comisión de gestión de la clase fundadora de partícipes será solo del 1 % de los activos bajo gestión.

Nuestro enfoque es y sigue siendo la cartera, pero necesitamos hacer crecer nuestros activos para alcanzar un nivel sostenible. 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

⁵ Trading Economics (septiembre de 2021)



compensación de fondos Vestima. Nuestro fondo está registrado para su distribución en el Reino Unido, España y Luxemburgo, incluida distribución minorista.

Actualmente, son distribuidoras en España las siguientes entidades financieras: BBVA, Renta 4, Lombard Odier, y Banco Alcalá, así como muchas otras entidades que trabajan a través de las principales plataformas en las que el fondo está disponible a petición: Allfunds Bank e Inversis.

En el Reino Unido, estamos en la plataforma de bajo coste AJ Bell youinvest.co.uk y podemos formar parte de una cuenta de valores ISA o de una pensión.

Nuestro fondo también está disponible en SwissQuote swissquote.com, donde un ciudadano de casi cualquier nacionalidad (excepto EE. UU.) puede abrir una cuenta sin que los impuestos locales suizos supongan un problema.

Si tiene con algún problema para encontrar nuestro fondo, contacte con nosotros en IR@palmharbourcapital.com.

Nuestro fondo se ofrece como parte de un fondo de pensiones español que consiste en un fondo de fondos con enfoque «value». Si está interesado en invertir en un plan de pensiones español, póngase en contacto con nosotros.

Le agradecemos su continuo apoyo. Creemos que será un gran año para el inversor de filosofía «value».

Atentamente,

Palm Harbour Capital

Esta información proviene de Palm Harbour Capital LLP, que está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority. Este material es solo informativo y no constituye ninguna oferta ni recomendación para comprar o vender ninguna inversión ni contratar ningún servicio de gestión o asesoramiento de inversiones.

En relación con el Reino Unido, esta información solo está dirigida y solo podrá ser distribuida a personas que sean «profesionales de la inversión» (personas que tienen experiencia profesional en asuntos relacionados con inversiones), tal como se definen en los artículos 19 y 49 de Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y los artículos 14 y 22 de la Financial Services and Markets Act 2000 (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemption) Order 2001, y / o cualquier otra persona autorizada a recibir este documento en virtud de la Financial Services and Markets Act 2000.

Toda inversión y actividad de inversión o actividad regulada a la que se refiere esta información está disponible solo para esas personas y se realizará solo con esas personas. Las personas que no tengan experiencia profesional no deben basarse en esta información ni actuar en función de ella, a menos que sean personas a las que se aplique cualquiera de los párrafos 2) a) a d) del artículo 49 y a quienes se pueda distribuir legalmente esta información.

Al invertir, su capital está en riesgo y el valor de una inversión y los ingresos derivados de la misma pueden subir o bajar o verse afectados por las variaciones del tipo de cambio, y es posible que no recupere la cantidad invertida. El rendimiento pasado no es necesariamente indicativo del rendimiento futuro, y cuando el rendimiento pasado se cuantifica en bruto, se deberán tener en cuenta los cargos por gestión de inversiones y por transacciones, ya que afectarán sus rendimientos. Las desgravaciones fiscales o umbrales que se hubieran mencionados se basan en circunstancias personales y la legislación vigente, que está sujeta a cambios.

No declaramos que esta información, incluida la información de terceros, sea precisa o completa, y no se debe confiar en ella como tal. Las opiniones expresadas en este documento reflejan la opinión de Palm Harbour Capital LLP y están sujetas a cambios sin previo aviso. Ninguna parte de este documento podrá reproducirse de ninguna manera sin el permiso por escrito de Palm Harbor Capital LLP. Sin embargo, los destinatarios podrán transmitir este documento, pero solo a otros que pertenezcan a esta categoría. Esta información deberá leerse junto con la documentación relevante 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 o carteras presentados son la opción correcta para usted, busque asesoramiento financiero independiente prestado por terceros autorizados.