



## PALM HARBOUR C A P I T A L

### *Estimados compañeros inversores y amigos:*

Durante el segundo trimestre, el fondo ganó un 12,41%, antes de comisiones<sup>1</sup>. 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, esta cifra 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 33,57%. Entre el inicio y el cierre del trimestre, fue de 36,28%, es decir, 14,93% de rendimiento anual compuesto. Asimismo, nuestro último valor liquidativo informado al cierre del trimestre fue de 13,64 (24/06/2021), lo que refleja una tasa de crecimiento compuesto anual del 15,07% desde el inicio. Nos estamos acercando a nuestro objetivo de rendimiento anual compuesto de entre un 15 y un 19%. Somos muy optimistas sobre las perspectivas de nuestra cartera y la posibilidad de lograr nuestra ambición a largo plazo. La composición de nuestro fondo no se parece a ningún índice, por lo que nuestro rendimiento tampoco tenderá a parecerse.



<sup>1</sup> 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.

El segundo trimestre fue similar al primero. La incidencia de COVID disminuyó (hasta el cierre, cuando surgió la variante delta) y la mayoría de las economías desarrolladas relajaron las restricciones. Nuestras participadas registraron fuertes beneficios por lo general. Algunas incluso cerraron los mejores primeros trimestres de su trayectoria, con una perspectiva para el ejercicio de moderado optimismo. Casi todas mencionaron la inflación como factor negativo, pero no veían obstáculo para repercutir el sobrecoste a sus clientes. La cartera evolucionó bastante bien gracias a los sólidos resultados y generación de efectivo de nuestras participadas. Las valoraciones se mantuvieron bajas, pero vendimos parte de nuestras “ganadoras” para financiar a las rezagadas. Salimos de tres posiciones y entramos en tres nuevas.

A diferencia de la Fed y una mayoría de inversores, no creemos que el escenario “perfecto” (“Goldilocks”) durará para siempre. La mayor parte del mercado sigue muy sobrevalorado, con precios determinados por valoraciones de potencial futuro en lugar de realidad presente (“blue sky”) y un torrente de dinero minorista vertiéndose en los valores de los que todo el mundo habla (“hot”). Los diferenciales de los bonos basura se acercan a mínimos históricos. Según Bank of America, han entrado al mercado más fondos en el primer semestre de 2021 (Anualizándolo) que en los 20 años anteriores juntos. El apalancamiento también ha aumentado sustancialmente, según FINRA. La especulación sigue siendo desenfrenada, con “meme stocks”, bitcoin y similares que continúan su volatilidad diaria. Mientras tanto, los mejor informados están deshaciéndose de sus acciones a toda prisa, puesto que el boom de las salidas a Bolsa y de SPAC les permite aprovecharse de un mercado que parece dispuesto a comprar a cualquier precio.

Seguimos pensando que las políticas de la Fed son muy distorsionadoras. Parecen diseñadas solo para inflar el valor de los activos financieros y, podría ser, para evitarles decisiones difíciles a los políticos. Nosotros nos preguntamos: ¿Por qué compra la Fed 40.000 millones de dólares al mes en títulos hipotecarios cuando los precios de la vivienda se están disparando y el problema es claramente la oferta, y no la financiación? ¿Qué sucedería si la Fed se ve obligada a subir los tipos y, de repente, un tercio del presupuesto del gobierno debe destinarse al pago de intereses?

El tema de actualidad es la inflación y, al igual que en el primer trimestre, la rentabilidad de los bonos a largo plazo. Ambos argumentos en liza nos parecen respetables. Es probable que gran parte de la inflación actual sea efímera (todo el mundo menciona la madera, por ejemplo). Hay muchos árboles y podemos talarlos. Los aserraderos siguen afectados por COVID, pero, al igual que muchos mercados, los altos precios estimularán la oferta. El crecimiento de la oferta de semiconductores es un problema más difícil, pero confiamos en que, con el tiempo, el mercado también lo resolverá. La escasez de conductores y de transporte marítimo tardará más en normalizarse.

Algunas presiones inflacionarias puede que sean estructurales: por ejemplo, los medios apuntan que empresas de consumo como Amazon / Disney / McDonald's están ofreciendo salarios más altos (limpiadores > 16 \$/ hora). Una vez que los salarios suben, rara vez vuelven a bajar, incluso si se resuelven algunos cuellos de botella, como con el aumento de la oferta de trabajadores inmigrantes con la reapertura de fronteras. Las interrupciones de la cadena de suministro en el último año han impulsado a muchas empresas a comprar más cerca de casa, y es poco probable que se invierta esta tendencia inflacionaria. La sostenibilidad y ecologización de la economía también son inflacionarias, al implicar un aumento de tributos ambientales. Las empresas y los consumidores se verán obligados en última instancia a asumir el coste de sus impactos, al contrario que hasta ahora.

El balance inflado de la Fed también es inflacionario por definición, y aumenta los valores de los activos. Es lógico pensar que parte de ese aumento de riqueza impulsará un mayor consumo.

Muchas materias primas sufren presiones inflacionarias menos transitorias. Muchas atravesaron un ciclo clásico de auge y caída debido al escaso apetito por las inversiones de capital en la última década. Ahora, las estrategias de inversión ética / ESG merman la capacidad de las empresas petroleras y gasistas para invertir en exploración y desarrollo. La electrificación, por su parte, promete un cambio radical en el consumo de cobre, y hay poca oferta adicional disponible.

Ahora bien, el argumento que pronostica baja inflación o deflación también tiene sus puntos fuertes. Gran parte del crecimiento reciente se ha producido en servicios como el software, con bajos requisitos de capital y un coste incremental cercano a cero. El envejecimiento del mundo desarrollado y China es una tendencia a escala macro deflacionaria por naturaleza (como muestra, Japón).

La tendencia deflacionaria más relevante esta irónicamente provocada por las políticas de la Fed. El crédito barato, el aumento del apetito por el riesgo y los precios inflados de los activos crean una elite más rica (los llamados “one-percenters”) que invierte en capital riesgo y *private equity*. El capital riesgo y el *private equity*, a su vez, “subvencionan” a empresas con pérdidas que creen que la clave del éxito es la cuota de mercado, y no la rentabilidad. Los inversores asumen las pérdidas<sup>2</sup> mientras que los consumidores se benefician de las guerras de precios y servicios más baratos (véase cualquier empresa respaldada por VC, cualquier OPV reciente o cualquier inversión de Softbank).

---

<sup>2</sup> Técnicamente, son las empresas las que sufren las pérdidas y, paradójicamente, con frecuencia a los inversores se les premia con valores más altos. Detesto emplear la palabra “valoración”, ya que generalmente solo se usan ratios de precio a ventas (o algo peor).

No pretendemos saber quién tiene la razón a corto, medio o largo plazo. La inflación suele ser efímera, hasta que deja de serlo. Cuando el consumidor se espera una inflación generalizada, su mentalidad cambia y, lógicamente, maximiza sus recursos acelerando el consumo a expensas del ahorro. Una vez que se cruza esa barrera psicológica, poco importa lo que digan los demás.

La mayoría de los inversores de mercados desarrollados solo han vivido en un mundo de baja inflación y no comprenden la mentalidad que conduce a una inflación desbocada. A los analistas les resulta difícil hacer pronósticos cuando el futuro parece muy diferente al pasado. Observamos con interés que los inversores de mayor edad están más preocupados por la inflación que la generación más numerosa, los jóvenes. Para la mayoría, es difícil pensar en términos de retorno real. En última instancia, el ahorro y la inversión se dirigen a conservar el poder adquisitivo y, solo después, a capitalizar ese crecimiento para lograr nuestros objetivos a largo plazo. Si hoy dejamos de gastar un dólar, es porque queremos aumentar nuestro poder adquisitivo futuro.

Creemos que la mejor forma de conservar la riqueza frente a la inflación o deflación es invertir en empresas de alta calidad con productos sólidos y buena generación de flujo de efectivo, compradas a un precio inferior al valor intrínseco. Esto proporciona el margen de seguridad necesario para resistir golpes al sistema y capitalizar nuestro poder adquisitivo a lo largo del tiempo. No sabemos cómo se moverá la rentabilidad de los bonos, o la inflación, la semana, mes o año que viene. Pero queremos proteger nuestra cartera, y creemos firmemente que nuestro mix de empresas generadoras de efectivo infravaloradas es una excelente manera de estar preparados para ello.

\*\*\*

Interactive Investor, la segunda plataforma de inversión directa al consumidor del Reino Unido, realizó una encuesta en la que el 88% de los inversores opinaba que los gestores de fondos deberían revelar si invierten en el fondo que administran, y el 77% decía que sería más probable que invirtieran en un fondo si supieran que el gestor también invertía en él.

Estamos totalmente de acuerdo, y nos jugamos nuestro propio dinero (“skin in the game”). El gestor tiene en el fondo más del 85% de sus activos financieros invertibles. Estamos comprometidos al 100% con mantener nuestras inversiones a largo plazo en el fondo. Cada gestor debe “comerse su propia comida”.

\*\*\*

Contribuidores		Detractores	
Avid Technology	+178 pb	Melco International	-31 pb
International Game Technology	+169 pb	H&T Group	-18 pb
Ginebra San Miguel	+153 pb	Dalata Hotel Group	-18 pb
Esprinet SpA	+145 pb	Jost Werke	-17 pb
iHeartmedia	+107 pb	RHI Magnesita	-16 pb

El mayor contribuidor del trimestre fue Avid Technologies, empresa estadounidense de software de edición de audiovisual que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2020 y que agregó 178 puntos básicos al fondo durante el trimestre. La empresa registró un aumento del 78% interanual en ingresos por suscripción, con un 50% más de suscriptores de pago y un 75% de ingresos que ya son de carácter recurrente. La previsión de flujo de caja libre para el ejercicio superó significativamente las expectativas del mercado. La compañía organizó una “jornada del inversor”, en la que anunció la actualización de su atractiva estrategia SaaS y presentó su plan financiero a medio plazo, con otro importante paso adelante en la generación de flujo de caja libre. Si la empresa puede alcanzar sus objetivos, las acciones todavía están a muy buen precio. Subieron más del 80% durante el trimestre.

El segundo mayor contribuidor fue International Game Technology, una compañía italoamericana de loterías y máquinas tragaperras que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020 y que aportó 169 puntos básicos al rendimiento del fondo. Registró beneficios en el primer trimestre. La lotería en particular rindió muy bien: las ventas equiparables en tienda aumentaron un 24% con respecto al mismo trimestre de 2019, con ingresos y beneficios en máximos históricos del segmento. La división de juego también estaba en camino de alcanzar sus niveles de 2019 a finales de ejercicio. La acción terminó el trimestre con una subida del 42%.

El tercer mayor contribuidor fue Ginebra San Miguel, un productor de ginebra filipino que presentaremos más adelante en esta carta. La compañía registró un beneficio fortísimo y anunció un dividendo especial. La acción aportó 153 puntos básicos al retorno de este trimestre a pesar de su reciente incorporación al fondo.

El cuarto mayor contribuidor fue Esprinet SpA, un distribuidor italiano de electrónica y tecnología que se presentó en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. Aportó 145 puntos básicos al rendimiento aun sin participar en el repunte de valor en el primer trimestre. Sus resultados del primer trimestre fueron muy buenos, con un crecimiento orgánico interanual de ingresos del 23%, superando significativamente las expectativas del consenso y manteniendo una sólida posición de liquidez a pesar de la estacionalidad, gracias a una buena gestión del circulante. Su retorno sobre el capital mejoró aún más, hasta casi el 20%. La previsión para el ejercicio fue sólida, y, según creemos, incluso conservadora. Las acciones subieron un 44% a pesar del dividendo de 54 céntimos.

El quinto contribuidor más importante fue iHeartMedia, una emisora estadounidense de radio y podcasts. La empresa se benefició de un aumento de ingresos por publicidad de radio a medida que la economía se reabrió, de un fuerte crecimiento en su franquicia de podcasting dominante, y de una rápida reducción de deuda. Un potencial inversor estratégico solicitó a la FCC, a finales del primer trimestre, que le permitiera incrementar su participación.

Los tres principales detractores, Melco, H&T y Dalata, sufrieron el efecto de las medidas restrictivas a causa de la pandemia, pero con pérdidas de escasa importancia. Desconocemos el motivo por el que Jost y RHI Magnesita obtuvieron un rendimiento inferior al del resto del fondo.

\*\*\*

Unieuro SpA, un minorista italiano de productos electrónicos que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2020, registró beneficios muy sólidos para el ejercicio completo, con ventas que aumentaron casi un 10% por encima del nivel prepandemia. La compañía adoptó un enfoque omnicanal y se benefició de los impactos de la cuarentena: teletrabajo, aulas virtuales, demanda de televisiones y videojuegos, ...

Ilíada, una empresa francesa de telecomunicaciones, compró el 12% del capital social. Ya veremos qué piensa hacer con esta apuesta el propietario multimillonario.

La compañía organizó su primera “jornada del inversor”, en la que la dirección presentó su plan para aumentar las ventas a 3.300 millones de euros en 2025, con la penetración en línea como impulsor clave de la tasa de crecimiento anual objetivo del 5%.

Además, la compañía pagó un dividendo especial -ya que no pagó nada el año pasado- alcanzando un dividendo total de 2,60 € por acción. Pagamos 13 € de media por nuestras acciones y han rendido 1,07 € en dividendos en 2019, pasando de una situación de deuda neta a liquidez neta. Esta generación de caja es la razón por la que invertimos. Si bien creemos que los beneficios se normalizarán, todavía hay muchos vientos a favor de la empresa. La acción cerró el trimestre en 24,40 euros, todavía cotizando por menos de 10 veces el beneficio normalizado.

Befesa, una empresa de reciclaje de polvo de acero, anunció una importante adquisición en junio con la compra de American Zinc Recycling. Tras quebrar por causa de una ambiciosa inversión en fundición y un programa de coberturas posiblemente deficiente, AZR fue adquirida por sus acreedores, que no eran expertos en el sector. Befesa ve un

gran potencial en mejoras operativas en el líder en el mercado estadounidense, aunque la alta dirección ahora se dividirá entre Norteamérica y China, donde sus dos primeras plantas comenzarán a funcionar pronto.

La quinta mayor posición, CIR, lanzó una oferta pública para recomprar cerca del 13% de su capital social durante el trimestre. El precio ofrecido, 0,51 €, es demasiado bajo para que vendamos, pero si la empresa logra comprar a otros accionistas a este precio, los demás nos veremos favorecidos.

Al cierre del trimestre, nuestra cartera tenía un potencial alcista o “upside” del 106% con respecto al valor liquidativo, una media ponderada de PER de 11x, rendimiento FCL / VE de 14% y un rendimiento del capital tangible del 32%.

\*\*\*

### C. Uyemura & Co Ltd (4966 JT)

Abrimos una posición durante el trimestre en nuestra primera participada japonesa, un proveedor de la industria electrónica llamada C Uyemura. La empresa fabrica productos químicos para el acabado de superficies a fabricantes de placas de circuito impreso (PCB), y es considerada un proveedor de vanguardia dentro de su subsector especializado.

La PCB es la placa verde en la que se colocan los microchips (fabricados por empresas como Intel). Aunque menos sofisticada que los propios microchips, la PCB, con circuitos de cobre grabados en toda su superficie, es ubicua, y se encuentra en prácticamente todos los dispositivos electrónicos. La fabricación de una PCB es un proceso de al menos 16 pasos. Uno de los últimos es acabar la superficie con productos químicos, como estaño o metales preciosos, para evitar que el cobre expuesto se oxide. Un acabado a base de estaño es suficiente para la mayoría de las aplicaciones, por lo que es un producto químico de tipo básico. Pero en aplicaciones de alta gama, donde no hay cabida alguna para un fallo del semiconductor (aviación, atención médica, aplicaciones militares), una solución basada en oro o platino ofrece una protección superior. Este es el nicho en el que opera Uyemura, donde domina en el mercado final japonés y tiene fuerza en otros mercados asiáticos.

El despliegue del 5G y el creciente contenido electrónico en los automóviles son un “viento de cola” para Uyemura en el futuro previsible. Se trata de aplicaciones de alta gama con volúmenes considerables, donde la fiabilidad es crucial.



A nivel mundial, más o menos la mitad del mercado de productos químicos para placas de PCB está en manos de dos grandes empresas que cotizan en EE. UU.: Atotech y Element Solutions. Atotech, que empezó a cotizar solo a principios de este año, recibió una oferta de adquisición el 1 de julio de otra empresa en la cadena de suministro de fabricación de chips a un múltiplo de más de 15 veces EBITDA.<sup>3</sup> Element Solutions cotiza a un múltiplo de 13x. Uyemura, por el contrario, cotiza a 4x EBITDA.

Las mezclas químicas se fabrican a medida, y en el extremo superior del mercado los fabricantes de placas no tienen margen para comparar precios entre muchos proveedores. Uyemura se parece a lo que Marathon Asset Management (ver el libro “Capital Returns”) llama una empresa de tipo “agente doble”. Los precios y especificaciones de sus productos químicos no se acuerdan con sus clientes, los fabricantes de placas, sino con los clientes de estos últimos, los OEM (por ejemplo, Apple). Los fabricantes de placas compran lo que les digan, y Uyemura aplica un buen margen para sí mismo. La compañía obtiene un sólido margen de EBIT de entre el 13 y el 16%, y un rendimiento sobre el capital empleado de alrededor del 20%, a pesar de tener un par de divisiones menos rentables que enmascaran el beneficio subyacente.

Muchos inversores se muestran escépticos respecto a Japón, y es comprensible. Con frecuencia, los múltiplos reflejan el deficiente gobierno corporativo y las anémicas perspectivas de crecimiento del país. Pero creemos que Uyemura es diferente. Tras presiones recientes por parte de inversores activistas, la sociedad anunció una serie de cambios, que incluyen la adopción de objetivos de retorno sobre el capital, un plan de remuneración a accionistas y un marco de asignación de capital que incluye un programa de recompra de acciones de 6.000 millones de yenes.

Proyectamos que Uyemura puede ganar unos 6.500 millones de yenes (60 millones de \$) en flujo de caja libre, que además aumentará, por el crecimiento a largo plazo en sus mercados finales. Aplicando un múltiplo de 15x a esa cifra de flujo de efectivo (mucho más conservador que el 15x EBITDA al que se adquirió Atotech), tenemos alrededor de 100.000 millones de yenes en valor empresarial. Y, como esto es Japón, Uyemura también tiene una posición de caja neta considerable, 30.000 millones de yenes, y sus valores en cartera agregan otros 12.000 millones de yenes. En total, esto nos da una valoración del patrimonio neto de casi 150.000 millones de yenes, 8.000 yenes por acción, un 75% de potencial alcista o “upside” en comparación con el precio actual de la acción. La compañía tiene muchas opciones para invertir su caja acumulada y reestructurar las divisiones deficitarias, lo que podría impulsar considerablemente el resultado.

---

<sup>3</sup> El comunicado de prensa de MKS declara 6.500 millones de \$ de EV. Consenso de Atotech 2021 EBITDA 420 millones de \$ (datos a 28/4/21).



## Ginebra San Miguel, Inc (GSMI PM)

Ginebra es una pequeña división, que pasa desapercibida, de San Miguel Corporation, uno de los conglomerados más grandes de Filipinas. Es una de las empresas de bebidas espirituosas más antiguas de Filipinas, con una historia de 187 años de producción de ginebra, y es la marca de ginebra líder del mundo por volumen. Filipinas tiene el mayor consumo per cápita de ginebra del mundo, con alrededor de 1,4 litros, muy por delante del número dos, España, con 1,1 litros. El mercado filipino de bebidas espirituosas se divide en tres: Ginebra San Miguel tiene una cuota de mercado del 92% en ginebra (y del 38% del mercado de bebidas espirituosas en general). Emperador domina el mercado de brandy (que representa el 27% del mercado de bebidas espirituosas) y Tanduay el mercado de ron (otro 27% del mercado total). Otras bebidas espirituosas, como el vodka y las importaciones premium, representan el resto.

Antes de 2010, la ginebra representaba más del 50% del mercado de las bebidas espirituosas, y Ginebra San Miguel era dominante. Filipinas es un país aficionado a la ginebra, especialmente en las zonas rurales, ya que ofrece la mejor relación precio / alcohol, y Ginebra es una marca potente. La ginebra es especialmente fuerte en Luzón, mientras que en Visayas y Mindanao predomina el ron. El brandy fue lanzado a lo grande por Emperador, y en 2010 se puso de moda para los urbanitas beber Emperador Light, un brandy de alcohol reducido (27%). Impulsaron el marketing al máximo y obtuvieron una buena cuota de mercado. Esto sucedió en un momento inoportuno para Ginebra, ya que acababa de endeudarse con fuerza para aumentar su capacidad. Además, habían entrado en el mercado tailandés, y no estaban centrados en su nuevo competidor. Esto causó varios ejercicios de pérdidas y un balance débil.

Finalmente, la dirección se percató de los problemas y comenzó a abordarlos. Salieron de Tailandia y de varias empresas conjuntas, centraron su cartera en sus productos más populares y se deshicieron de sus bebidas no alcohólicas. Por suerte, Filipinas es una cultura que aprecia la ginebra, y, después del entusiasmo inicial en torno al brandy, poco a poco Ginebra recuperó cuota de mercado. Los impuestos han supuesto otra espina clavada en su costado, y no han hecho más que subir. Ginebra ha podido repercutir los costes hasta ahora sin problema, y los márgenes están volviendo a sus días de gloria anteriores (pero aún muy por debajo de sus pares internacionales, por lo que hay margen para mejorar). Ya no tienen deuda excesiva, y, de hecho, se encuentran en una sólida situación de caja neta. La pandemia le ha dado a la empresa un impulso a corto plazo. Aunque probablemente no sea sostenible, le ha generado caja extra, lo que le permite volver a pagar un dividendo periódico y un dividendo especial a cargo del pasado ejercicio. El mercado no le ha reconocido este cambio de rumbo ni su balance fortalecido. A pesar del reciente repunte, la acción cotiza a un rendimiento de flujo de caja libre del 15%, lo que nos parece muy barato para una empresa de bebidas espirituosas líder en el mercado con un fuerte poder de fijación de precios.

\*\*\*



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

Actualmente, son subdistribuidoras 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 de AJ Bell [youinvest.co.uk](https://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](https://swissquote.com)), donde un ciudadano de casi cualquier nacionalidad puede abrir una cuenta sin que los impuestos locales suizos supongan un problema.

Si se encuentra con algún problema para encontrar nuestro fondo, contacte con nosotros en [IR@palmharbourcapital.com](mailto: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 le interesa en invertir en un plan de pensiones español, póngase en contacto con nosotros.*

*Agradecemos su apoyo durante los últimos dos años.*

*Atentamente,*

*Palm Harbour Capital*

*Esta información proviene de Palm Harbor Capital LLP, sociedad autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority británica. Este material se comunica solo con fines informativos, y no constituye una oferta o recomendación para comprar o vender ninguna inversión o suscribirse a ningún servicio de asesoría o gestión 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 Harbor 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.*