



## PALM HARBOUR CAPITAL

Estimados inversores y amigos,

Durante el cuarto trimestre el fondo ganó un 9,7% bruto de comisiones. En nuestro Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) no figura ningún índice de referencia, por lo que no podemos realizar comentarios sobre la rentabilidad relativa, le dejamos a usted tomar la decisión. Observamos que la cifra anterior está en línea con los índices de referencia europeos y es significativamente mejor que la de los índices de referencia mundiales. Terminamos el trimestre con una rentabilidad anual del -2,8% (-2,6% sobre la base del valor liquidativo a 29 de diciembre de 2022). La rentabilidad desde el inicio hasta el final del trimestre fue del 35,4%, es decir, una rentabilidad anual compuesta del 8,4%. Del mismo modo, nuestro último valor liquidativo notificado al final del trimestre fue de 13,39 (29/12/2022 +10,86% desde el valor liquidativo notificado más cercano al final del tercer trimestre de 12,08 el 29/09/2022). Somos extremadamente 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.



<sup>1</sup> Nuestro valor liquidativo es calculado semanalmente por FundPartner Solutions, filial de Pictet & Cie, y no se ajusta a los informes mensuales o trimestrales. La rentabilidad bruta indicada es neta de impuestos y comisiones, pero antes de los gastos del fondo, que actualmente ascienden a aproximadamente 10 puntos básicos por trimestre con los actuales AUM. Prevemos que esta cifra disminuya significativamente a medida que crezcan los AUM. Véase nuestro comentario sobre las comisiones de gestión.

El cuarto trimestre continuó como los tres anteriores, en los que los temas principales siguieron siendo la inflación, los tipos de interés y la recesión. Asimismo, nuestro fondo obtuvo buenos resultados, recuperándose de las ventas de finales del trimestre anterior. Sin embargo, volvimos a sufrir una liquidación a finales de trimestre, lo que nos impidió registrar un año en positivo. Aunque no estamos completamente satisfechos con nuestros resultados (pues nunca es agradable perder dinero, aunque sólo sea sobre la base de la valoración a precios de mercado en lugar de una pérdida de capital permanente), nos alegramos de que los mercados hayan recuperado algo de cordura. Nos parece descorazonador que haya sido necesaria una guerra y una inflación vertiginosa para que los bancos centrales empiecen a normalizar su política de tipos de interés (por no hablar de sus balances). Nuestra filosofía nos impide comprar los valores de impulso especulativo tan populares en los últimos años, por no hablar del desfile de valores tecnológicos sin beneficios, IPOs sobrevaloradas, criptomonedas, NFTs, SPACs y "meme stocks". Nos alegramos de que estas burbujas se hayan deshinchado, si es que aún no han desaparecido, y de que algunos participantes en el mercado vuelvan a hablar incluso de valoraciones sensatas. Incluso los valores de alta calidad que cotizaban con valoraciones disparatadas han corregido algo. Sin embargo, aún queda mucho camino por recorrer para que la economía vuelva a equilibrarse.

El mercado bursátil estadounidense está cotizando en torno a sus múltiplos estándar a largo plazo y aún no hemos observado grandes rebajas de beneficios. En realidad, la magnitud de la reciente corrección no es desmesurada: el S&P500 está donde estaba en 2021. Casi todas las burbujas han terminado en un periodo de valoración por debajo de la media en el que la mayoría de los especuladores abandonan el mercado.

Durante el cuarto trimestre, la inflación medida por la evolución del índice de precios al consumo comenzó a situarse por debajo de las expectativas, tras varios meses por encima de las mismas. La tesis actual es que ya hemos superado el pico de inflación y que el ansiado 'giro de la política monetaria de la Reserva Federal' se producirá en el segundo semestre de este año. Es decir, la Fed no sólo no seguirá aumentando los tipos de interés de los fondos federales, sino que incluso empezará a reducirlos. Así, el mercado podrá volver a coger un tono especulativo, alimentando la inflación de los precios de los activos (los múltiplos de valoración del mercado inmobiliario y bursátil) y aliviando el dolor de los actores excesivamente apalancados que dependen del dinero fácil para obtener beneficios. Muchos ganadores de la burbuja anterior quieren que este escenario se repita, pero somos escépticos.

En cartas anteriores sostuvimos que la inflación es bastante compleja y que la inflación actual tiene muchas causas, algunas de carácter temporal y otras que podrían ser más permanentes. Por ejemplo, la vivienda se había disparado gracias a unos tipos de interés más bajos que nunca, al mismo tiempo que existía una demanda reprimida tras

la crisis de Crimea (es decir, esta entrada de inflación se debió casi exclusivamente al mal timing de los bancos centrales). Con tipos de interés más altos, la demanda de las hipotecas disminuye y esto conduce a precios más bajos. Esto ha empezado a notarse en los países con hipotecas variables, pero apenas está comenzando en los que tienen más hipotecas a plazo fijo, como EE.UU. (la vivienda también es un indicador rezagado del IPC). Creemos que esto es bueno para la sociedad. El valor de la vivienda no debería cambiar un 50% en dos años (ni la vivienda unifamiliar debería ser un 'activo' comercializado por empresas de capital riesgo, pero eso es otro tema). La inflación de los alimentos sólo se reducirá significativamente tras uno o dos años de cosechas abundantes. El petróleo y el gas dependen de la economía por el lado de la demanda, pero la oferta sigue siendo limitada. Como muchos esperan una recesión mundial y China se encuentra en medio de un reajuste COVID, el petróleo ha retrocedido en los últimos meses. Seguimos creyendo que existe una escasez estructural a causa de la poca inversión realizada y que cualquier repunte económico provocará una subida significativa de los precios. Señalamos que los problemas de la cadena de suministro y el transporte de mercancías eran de naturaleza temporal, y esto ha resultado ser correcto en su mayor parte.

Por otro lado, las empresas han aprendido que depender completamente de inventarios "just in time", de proveedores únicos o de países únicos es una mala idea. La deslocalización resultante y el fortalecimiento de las cadenas de suministro requieren un mayor capital circulante, lo que actúa como una fuerza inflacionista. La transición a la energía verde es muy inflacionista, ya que cambiamos por completo la forma de producir electricidad, construir coches, fabricar cemento, fertilizantes, acero y otros inputs. La demanda masiva de baterías seguirá impulsando los precios de muchas materias primas a medida que sustituyamos la flota automovilística mundial. El aspecto monetario de la inflación también está lejos de recuperarse. Los balances de los bancos centrales (la Fed posee 8,6 billones de dólares en activos que devengan intereses frente a <1 billón antes de la quiebra de Lehman Brothers en 2008) siguen abultados y apenas han empezado a deshacerse. Este volumen de deuda que debe ser digerido por los mercados mantendrá la presión sobre los tipos, a menos que los bancos centrales den marcha atrás, lo que probablemente nos llevaría de nuevo a la inflación de activos y a otras distorsiones significativas de la economía, como ha ocurrido durante la última década.

Otro tema más reciente en el que estamos profundizando es la inflación salarial. Nos resulta sorprendente que muchos banqueros centrales creen que necesitan elevar la tasa de desempleo para sofocar la inflación provocando pérdidas de empleo y relajando el mercado laboral (es decir, destruyendo el actual poder de negociación de los empleados). Conocemos el concepto de la espiral salarios-precios de los años setenta (cuando los sindicatos eran mucho más fuertes que hoy), pero no creemos que

estemos en una situación semejante y el telón de fondo es completamente distinto. Hay muchas razones para que suban los tipos de interés y mantenerlos altos, pero aumentar los salarios de los trabajadores con salarios bajos para que puedan comer y encender la calefacción en invierno no es uno de los motivos que les esté moviendo en nuestra opinión. Quizás este sea un tema para tratar en otra carta.

Por suerte, realizar una previsión de la inflación tiene muy poco que ver con nuestra estrategia de inversión. La preocupación del mercado por los temas es un escenario secundario para nosotros, pero crea volatilidad y la volatilidad crea oportunidades para comprar empresas de alta calidad a bajos precios. Nos alegra que más participantes en el mercado vuelvan a fijarse en la inversión en valor, aunque nadie sabe por cuánto tiempo.

Como señalamos en nuestra carta anterior, vendimos la agencia brasileña de calificación crediticia Boa Vista porque pensábamos que un factor irracional estaba dañando el mercado y queríamos pruebas de que volvían al comportamiento normal de un oligopolio. La venta resultó inoportuna, ya que Equifax presentó poco después una oferta por la empresa. Nuestra otra venta del tercer trimestre fue la de la refinería griega Motor Oil, que vendimos después de que el gobierno les impusiera un impuesto 'extraordinario' basado en su rentabilidad 'normal' tomando como base los años COVID. Aunque no nos gustó, el valor tuvo un comportamiento excepcional durante el cuarto trimestre.

En el cuarto trimestre añadimos una posición significativa y dos posiciones iniciales y vendimos nuestra participación a largo plazo en Ringmetall, ya que creíamos que estábamos en el pico de beneficios de este ciclo.

Entre nuestros valores más rentables de 2022 figuran OCI (véase nuestra carta del cuarto trimestre de 2021 para saber por qué pensábamos que 2022 sería excelente), H&T (crisis del coste de la vida en el Reino Unido) y Verallia (una nueva posición que aprovecha el cortoplacismo de los mercados sobre los precios de la energía y la capacidad de fijación de precios). Nuestros principales detractores fueron iHeartMedia, una emisora de radio y podcast apalancada, RHI Magnesita, que tuvo una gran acumulación de capital circulante, y Esprinet, que sufrió una ralentización del gasto en TI en Italia.

Al final del trimestre, nuestra cartera tenía más de un 117% de revalorización con respecto a nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba a un PER medio ponderado de 6 veces, un rendimiento FCF/EV del 20% y una rentabilidad del capital tangible del 29%.

\*\*\*

Contribuidores		Detractores	
Jost Werke	+160 bps	iHeartMedia	-45 bps
International Game Technology	+141 bps	[Posición no publicada]	-19 bps
Verallia	+104 bps	[Posición no publicada]	-17 bps
RHI Magnesita	+101 bps	Caltagirone	-17 bps
MTU Aero Engines	+79 bps	Ibstock	-14 bps

El principal contribuidor durante el cuarto trimestre fue JOST Werke (+47% +160 bps), el proveedor alemán de camiones y maquinaria agrícola, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. JOST registró un crecimiento de las ventas del 22,8% en los nueve primeros meses, lo que se tradujo en un crecimiento del 15,4% en los beneficios operativos. Aparentemente, la compañía pudo compensar un desarrollo más débil en Europa, principalmente por la inflación de las materias primas, los costos de la energía y los cuellos de botella en el suministro, con un sólido desempeño operativo en América del Norte y APAC. Tras estos buenos resultados, la dirección elevó sus previsiones de ventas y beneficios para 2022, con unas ventas que se espera superen por primera vez la barrera de los 1.200 millones de euros.

El segundo mayor contribuyente fue International Game Technology (+32,3% +141 bps), el proveedor italoamericano de tecnología de loterías y máquinas recreativas, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020. La empresa registró un aumento de las ventas del 8% y una contribución al beneficio de todos los segmentos operativos, impulsada principalmente por el juego global. Aunque el margen fue un 2% inferior al del segundo trimestre de 2022, se mantuvo por encima de la media de los últimos 15 trimestres. La preocupación del mercado por el nivel de endeudamiento debería remitir gracias a la mejora de los resultados operativos y a que las desinversiones ya anunciadas redujeron el apalancamiento a 3,1x. Cabe señalar que la dirección alcanzó su objetivo de apalancamiento para 2025 con más de dos años de antelación, al tiempo que devolvía 224 millones de dólares a los accionistas hasta mediados de octubre de 2022. La dirección confirmó la mitad superior de sus previsiones para el ejercicio fiscal 2022, lo que, unido a la mejora del perfil crediticio, impulsó al alza el precio de la acción. Los flujos de caja constantes y la baja valoración siguen pareciéndonos muy atractivos.

El tercer mayor contribuyente fue Verallia (+36,8% +104 bps), fabricante francés líder de envases de vidrio, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2022. Tras el aumento de sus previsiones para el segundo trimestre, volvieron a aumentarlas en el tercero (las previsiones de EBITDA para todo el año empezaron en 700 millones

de euros y pasaron a 750-800 millones tras el segundo trimestre y ahora se sitúan en más de 820 millones de euros en la publicación del tercer trimestre) gracias a unos beneficios estelares. Demostraron su poder de fijación de precios y destacaron la escasez de envases de vidrio en Europa. Además, la empresa anunció la compra de Allied Glass en el Reino Unido, lo que le proporciona una punta de lanza para expandirse en la región. Verallia se ha recuperado casi por completo de las ventas provocadas por la crisis energética y la guerra de Ucrania, pero seguimos creyendo que tiene un importante recorrido al alza, ya que su calidad y sus crecientes flujos de caja están claramente infravalorados.

El cuarto mayor contribuyente fue RHI Magnesita (+33,5% +101 bps), la empresa austriaco-brasileña de refractarios, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2019. Según la gerencia, la demanda de los clientes sigue siendo fuerte, con aumentos de precios que compensan los aumentos de costos. La dirección también informó de ganancias de cuota de mercado en el segmento del acero y una cuota de mercado estable en el segmento industrial. El aumento de la deuda neta vinculada al capital circulante sigue siendo un punto de preocupación, especialmente dado su uso de líneas de financiación de capital circulante, pero una liberación de efectivo esperada debería normalizar ambos en los próximos trimestres. Nuestra tesis se basaba en que la empresa tenía poder de fijación de precios y no dependía únicamente de los precios de las materias primas, además de estar vinculada a volúmenes de acero más bien estables frente a unos precios del acero muy cíclicos. Aunque tardaron un poco en ajustar los precios al principio de este ciclo inflacionista, parece que han vuelto a unos márgenes normales y los están manteniendo ahora. Si bien esperamos que los volúmenes de acero europeos se comporten mal durante este invierno, otras zonas geográficas como la India deberían compensar parcialmente esta situación. Seguimos creyendo que la empresa está bien posicionada y que el mercado la malinterpreta, a pesar de que el valor ha sido el mayor detractor del fondo desde su creación hasta la fecha.

El quinto contribuyente significativo fue MTU Aero Engines (+31,1% +79 bps), el fabricante alemán de motores aeronáuticos, que presentamos en nuestra carta del segundo trimestre de 2020. La empresa registró unos beneficios muy sólidos en el tercer trimestre, celebró una jornada con inversores que sorprendió positivamente al mercado, adelantó la recuperación de 2024 a 2023 y se vio favorecida al final del trimestre de que el Gobierno chino abandonara su política de COVID cero, lo que inevitablemente ayudará al tráfico aéreo mundial.

El principal detractor fue iHeartMedia (-24,3% -45 bps), la empresa estadounidense de radio y podcast. La empresa es la más apalancada de nuestra cartera y ha sufrido por el temor a una ralentización de la publicidad. Los directivos siguen comprando acciones

y, por el momento, la empresa no ha experimentado la ralentización que predice el mercado. Con unos vencimientos de deuda a largo plazo y un negocio de podcast en crecimiento, así como el probable interés de muchos accionistas, creemos que la empresa puede sobrevivir a todo menos a la más dura de las recesiones. Si por el contrario, el crecimiento es moderado incluso durante un par de años, la empresa podría valer un múltiplo elevado del precio actual de las acciones.

El segundo mayor detractor fue una nueva posición no revelada (-5,5% -19 pbs) en el sector de los fertilizantes. Es probable que hablemos de esta posición en futuras cartas.

El tercer mayor detractor (-17 pbs) fue un fabricante de muebles estadounidense no revelado. La pérdida se debe en gran medida a la caída del dólar estadounidense. La empresa había estado en nuestra lista de seguimiento durante un par de años. Parecía que nos habíamos perdido un repunte inducido por el COVID, pero cuando las acciones retrocedieron este año, se hizo pública una oferta de adquisición donde el potencial comprador dijo que el consejo no se la vendería y quería acudir a los accionistas. Decidimos iniciar una pequeña posición porque pensábamos que la empresa cotizaba con un gran descuento respecto a su valor intrínseco y, o bien el potencial comprador hacía una OPA hostil, o bien el consejo tendría que hacer algo importante para que los accionistas obtuvieran valor. Resulta bastante desconcertante que el Consejero Delegado haya estado comprando acciones tanto antes de que se hiciera pública la oferta (pero después de que se contactara con el consejo) como después de que se hiciera pública. El tiempo lo dirá, aunque la posible recesión podría retrasar esta oportunidad. Hemos decidido crear una pequeña posición.

El cuarto mayor detractor fue Caltagirone (-6,2% -17 pbs).. No creemos que se produjera ninguna noticia significativa, ya que sus principales posiciones, Cementir y Generali, comunicaron unos beneficios decentes dada la situación actual. La ligera pérdida se debe más bien a la iliquidez del valor en el ilíquido mes de diciembre, a pesar de un aumento del descuento por valoración de la suma de las partes.

El quinto mayor detractor fue Istock (-6,9% -14 pbs), el fabricante británico de ladrillos y productos de hormigón, que presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2019. En el comunicado de octubre de 2022, la empresa informó de una evolución por encima de las expectativas, con patrones de demanda sólidos y un fuerte rendimiento operativo respaldado por iniciativas de gestión de costes y precios dinámicos para contrarrestar la inflación de costes. La dirección completó el programa de recompra de acciones y aumentó las previsiones para todo el año. A pesar de la actualización positiva, el mercado seguía preocupado por la desaceleración del mercado inmobiliario, ya que los constructores de viviendas informaron de una drástica ralentización de las reservas.

## LNA Santé (LNA FP)

La cotización actual de las acciones de LNA Santé se ha visto muy afectada tras el escándalo de Orpea. Las fechorías y/o presuntas fechorías de Orpea fueron presentadas en el libro *Les Fossoyeurs (Los Sepultureros)*, y provocaron una caída del 93% del precio de las acciones durante 2022 y dará lugar a una completa reestructuración financiera. Creemos que la situación de LNA es completamente diferente y, por tanto, la reacción de la cotización es totalmente irracional.

Le Noble Age (LNA) se creó en 1990 con su primera residencia de ancianos en Francia. Hoy es uno de los principales operadores de residencias en Francia, con actividad en Bélgica y Polonia, con una base autorizada de 9.996 camas. La empresa divide sus operaciones en Residencias de ancianos (44% en ventas en 2021, 5.033 camas en funcionamiento, 177 en transformación), Medicina y Rehabilitación, Psiquiatría y Cirugía (38% en ventas, 2.688 en funcionamiento, 757 en transformación) y asistencia a domicilio (9% en ventas, 580 en funcionamiento, 100 en transformación). En el sector inmobiliario, la empresa mantiene activos inmobiliarios en su balance de forma transitoria hasta la finalización de una remodelación y posteriormente los vende a inversores inmobiliarios. Esta estrategia diferencia su modelo de negocio del de sus homólogas Orpea y Korian. El equipo interno de desarrollo de LNA no gasta dinero en desarrollo, permite al grupo transformar las instalaciones según sus propios estándares y les ofrece un descuento en el alquiler posterior a la salida, ya que no hinchan los valores inmobiliarios. Parte de los retos de Orpea y Korian, al margen de las alegaciones del libro, son sus grandes carteras, muy apalancadas y cuyo valor se está viendo afectado por la subida de los tipos de interés.

Aunque aparentemente las residencias de ancianos y los centros médicos no deberían tener grandes barreras de entrada, en realidad no es así. En Francia, los operadores deben obtener la autorización previa de las autoridades locales antes de poder construir, abrir o gestionar una nueva residencia de ancianos. Desde 2012, los reguladores en Francia han autorizado, ampliaciones aparte, muy pocas aperturas de nuevas residencias de ancianos. La autorización de nuevas licencias no hace sino aumentar el presupuesto sanitario del Estado, ya que el gobierno subvenciona el coste salarial de los profesionales médicos y parte de otros gastos, como los equipos médicos. El marco normativo vigente ofrece una vía de crecimiento a través de la adquisición de licencias ya existentes, pequeñas privadas o estatales, al tiempo que protege a los titulares de los nuevos operadores mediante el bloqueo de un nuevo operador a escala. El Estado también tiene incentivos para vender las licencias

existentes a operadores privados, ya que eso reduce el presupuesto sanitario y mejora la calidad de los servicios.

Aunque LNA parece otro operador de residencias de ancianos apalancado, no creemos que la empresa se enfrente a los mismos riesgos crediticios que Orpea o Korian. En este caso, la deuda inmobiliaria se refiere a propiedades compradas para su renovación y sólo permanece durante un periodo corto de tiempo en el balance. Aparte de eso, el negocio operativo está apalancado <2,0x. La dirección está de acuerdo y está recomprando acciones en el mercado. El riesgo normativo también preocupa menos a LNA, ya que la dirección acogió con satisfacción los cambios, pues cree que permitirán a la empresa competir de forma más eficiente y reducir las discrepancias presupuestarias frente a sus homólogas. La escasez de personal en todo el sector es sin duda, un reto para todos los operadores. Sin embargo, la reputación de LNA le permite atraer personal formado antes que su competencia. Por último, la financiación estatal ajustada a la inflación, la renegociación de tarifas y una exposición mínima (<3% de las ventas y actualmente cubierta) a la energía permitirán a la empresa sortear los vientos en contra de la inflación.

Aunque es posible que LNA Santé se enfrente a una normativa más estricta y a algunos costes más elevados, no creemos que esto justifique la caída del 41% del precio de la acción durante 2022. La empresa está dirigida por una familia y creemos que es de mucha más calidad (y tiene más integridad) que sus homólogas de mayor tamaño, como demuestra la recuperación de la tasa de ocupación después del Covid y del escándalo (frente a Orpea y Korian, que no han recuperado los niveles anteriores al Covid). Con un rendimiento del flujo de caja libre superior al 12% sobre las cifras de 2024, una sólida cartera de camas adicionales y un viento de cola demográfico (envejecimiento de la población), creemos que el mercado reconocerá poco a poco su valor una vez que la reestructuración de Orpea haya pasado y se consigan unos cuantos trimestres de resistencia continuada de los beneficios.

\*\*\*

Como indicamos en nuestra carta anterior, actualmente no cobramos comisión de gestión hasta que el fondo alcance un mayor tamaño. En ese momento, la comisión de gestión de la clase de los fundadores será únicamente del 1% de los activos gestionados.

Nuestro objetivo es y sigue siendo la cartera, pero necesitamos aumentar nuestros activos hasta un nivel sostenible. Por favor, siéntase libre de compartir esta carta con cualquier inversionista potencial.



Hemos cerrado un acuerdo de comercialización con **Cobas Asset Management** para distribuir nuestro fondo en **España**. Ya es posible abrir cuenta y cursar órdenes. Para más información, por favor contactar vía email o Teléfono. En el futuro esperamos que sea posible a través de su web. Los datos de contacto son 91 768 55 00 e [info@cobasam.com](mailto:info@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 el Reino Unido, España y Luxemburgo, incluida la distribución minorista.

Actualmente son distribuidores en España las siguientes entidades financieras: Renta 4 (deben ponerse en contacto con ellos ya que aún no se ofrece en la web), Ironia, Lombard Odier, Banco Alcalá así como otras muchas entidades que trabajan a través de las principales plataformas en las que el fondo está disponible bajo petición: Allfunds Bank e Inversis.

En el Reino Unido se 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 a la inversión en valor. Si está interesado en invertir en un plan de pensiones español, póngase en contacto con nosotros.

Le agradecemos su continuo apoyo. Seguimos creyendo que es un buen momento para invertir en valor y somos muy optimistas 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, pueda distribuirse legalmente esta información.*

*Al invertir, 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.*