



PALM HARBOUR CAPITAL

Estimados amigos e inversores:

Durante el primer trimestre, el fondo ganó un 4,6% bruto de comisiones¹. En nuestro documento de Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) no figura ningún índice de referencia, por lo que no podemos hacer comentarios sobre la rentabilidad relativa. Le dejamos a usted la decisión. Observamos que la cifra anterior parece inferior a los índices de referencia europeos y mundiales. La rentabilidad desde el inicio hasta el final del trimestre fue del 57,3%, es decir, una rentabilidad anual compuesta del 9,5%. Nuestro último valor liquidativo notificado al final del trimestre fue de 15,73 (28/03/2024), un 4,9% superior al valor liquidativo notificado más próximo al final del cuarto trimestre, de 15,00 (28/12/2024). Somos muy optimistas sobre las perspectivas de nuestra cartera y creemos que alcanzaremos nuestra aspiración de rentabilidad compuesta con el tiempo. La composición de nuestro fondo no se parece a la de ningún índice y es poco probable que obtengamos un rendimiento similar.



¹ 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 15 puntos básicos por trimestre con los actuales AUM. Prevedemos que esta cifra disminuya significativamente a medida que crezcan los AUM. Véase nuestro comentario sobre las comisiones de gestión.

Antes de comentar el primer trimestre, nos gustaría señalar el quinto aniversario del lanzamiento del fondo. Aunque técnicamente se encuentra en el segundo trimestre, alcanzamos este hito el 4 de abril de 2024.

En el primer trimestre, el mercado se centró en los tipos de interés y la inflación, al igual que en los dos últimos años. Cambiando con frecuencia entre «más altos durante más tiempo» y «la inflación está controlada, así que bájala antes». Fue divertido ver cómo unos resultados económicos más sólidos de lo previsto hacían que los recortes de tipos, largamente esperados, se convirtieran en una expectativa de consenso durante el primer trimestre, espoleando así la subida, sólo para que la esperanza de nuevos recortes de tipos surgida recientemente espoleara aún más la subida. Creemos que la lección es que a los mercados les gusta subir y que la codicia suele imponerse al miedo, hasta que deja de hacerlo. Los valores de gran capitalización siguieron subiendo, y los de pequeña capitalización, en general, lo hicieron bien, pero sin seguir el ritmo de las entradas de fondos cotizados (ETF) de índices alimentados por el IA que empujaban a los valores de gran capitalización. Es año de elecciones y, tradicionalmente, a los mercados les va bien (+11% de media desde 1928) y, en general, les va muy bien si gana un republicano (+15%). Por supuesto, cabe señalar que el S&P500 ya ha subido un 12% en lo que va de año y un 29% en las últimas 52 semanas.

Durante el trimestre compramos una concesionaria portuaria griega. La Autoridad Portuaria del Pireo explota el principal puerto de Grecia y es el primer gran puerto europeo tras cruzar el Canal de Suez. Es una gran generadora de caja, con un balance con mucha liquidez y la dirección está concluyendo un gran programa de ampliación de capacidad. Aunque los retos de la región ocultan el verdadero poder de los beneficios, creemos que la inversión ofrece un importante potencial alcista una vez que se normalicen las rutas comerciales. Vendimos dos posiciones que indicaremos más adelante.

Al final del trimestre, nuestra cartera tenía más de un 101% de revalorización con respecto a nuestro valor liquidativo estimado y cotizaba a un PER medio ponderado de 8,9 veces, un rendimiento FCF/EV del 17% y una rentabilidad del capital tangible del 28%.

Contribuidores		Detractores	
Ocean Wilsons Holding	97 bps	IGT	-74 bps
Nippon Television Holdings	93 bps	[Undisclosed]	-50 bps
Senshu Electric	91 bps	[Undisclosed]	-34 bps
Compagnie Industriali Riunite	68 bps	H&T Group	-24 bps
The Italian Sea Group	68 bps	Syensqo	-22 bps

La empresa que más contribuyó durante el trimestre fue Ocean Wilson (+19%, +97 pb), la sociedad de inversiones con sede en Bermudas que realiza operaciones portuarias y de remolcadores en Brasil, la cual presentamos en nuestra carta del tercer trimestre de 2023. Wilson Sons, el operador portuario y de remolcadores que cotiza en bolsa, representa la mayor parte del valor de mercado, y siguió obteniendo buenos resultados, con ventas, márgenes y generación de efectivo en máximos históricos. Esto impulsó el precio de la acción a nuevos máximos cerca del final del trimestre. Seguimos destacando que la participación de Ocean Wilson en Wilson Sons tiene un valor aproximado del 145% del valor de mercado de Ocean Wilsons al final del trimestre. La cartera de acciones Wilson de Ocean, que vale el 50% de la capitalización bursátil total, aumentó ligeramente en comparación con el tercer trimestre. La revisión estratégica sigue en curso, por lo que esperamos pacientemente un plan para liberar el valor subyacente. Mientras tanto, la dirección ha aumentado el dividendo aproximadamente un 21% (de 0,70 a 0,85 dólares por acción) gracias a los buenos resultados de explotación.

El segundo mayor contribuidor fue Nippon Television Holdings (+45,3%, +93 pb), el conglomerado japonés de medios de comunicación y coleccionista de balances (+52,5% en mercado, -4,72% FX). La empresa siguió registrando buenos resultados, con una evolución interanual satisfactoria. Sin embargo, el principal motor de la revalorización de la acción fue un cambio en la política de dividendos, haciéndola más favorable para los inversores extranjeros, además de un anuncio de recompra de acciones por valor de 7.000 millones de yenes. Esto se produjo tras la presión del gobierno sobre las empresas para que mejoraran la eficiencia de sus balances. Nippon Television pertenece a ese infame grupo de empresas con un balance mal gestionado, compuesto por una enorme cartera de acciones y una posición de caja que hace que el rendimiento de los fondos propios sea terrible y lleva a que las acciones coticen por debajo de su valor contable: el gran no de la bolsa japonesa. Dirección reaccionó positivamente a la presión externa, aumentando el dividendo y recortando la cartera de acciones. La caja y las inversiones de capital combinados valían más que la

capitalización bursátil al final del trimestre, lo que implica que no hay valor para los negocios operativos.

El tercer contribuidor significativo fue Senshu Electric (+46,6% +91 pb), el distribuidor japonés de cables (53,9% en el mercado. -4,7% FX). Cuando invertimos inicialmente, la caja era casi la mitad de la capitalización bursátil. Esto no tenía mucho sentido para nosotros, ya que la empresa tiene un historial operativo muy bueno. Creemos que la empresa tiene la oportunidad de mejorar la eficiencia de su balance para ayudar a desbloquear el descuento al que cotizan las acciones. Las ventas de la empresa están correlacionadas con el precio del cobre, el principal componente de los productos de cableado. Sin embargo, el cobre repercute en las ventas, pero ayuda mecánicamente al margen. Dado que el cobre aumentó casi un 12% en moneda local (un 4% en USD) en el transcurso del trimestre, la cotización de Senshu Electric hizo lo propio. La caja sigue siendo elevada, aproximadamente el 28% de la capitalización bursátil al final del trimestre, y prevemos más subidas.

El cuarto mayor contribuidor fue Compagnie Industriale Riunite (+24,5% +68 pb), el holding italiano con una participación en el fabricante de piezas de automóviles que cotiza en bolsa Sogefi y el operador de residencias de ancianos KOS, que presentamos en nuestra carta del cuarto trimestre de 2019. Durante el trimestre, Sogefi vendió su negocio de filtración, el 35% de las ventas y lo que el mercado percibía como el menos atractivo de los tres segmentos, a la compañía de capital privado Enterprise Value de 374 millones de euros. Justo antes del anuncio de la operación, la capitalización bursátil de Sogefi era de unos 235 millones de euros y su valor de empresa de 500 millones de euros. Huelga decir que la venta de la parte del negocio más centrada en la combustión interna por el 75% del VE de la empresa cogió al mercado por sorpresa y la cotización de las acciones de Sogefi se disparó más de un 65% en una semana. CIR posee el 56,5% de Sogefi. Por otra parte, KOS prosiguió su recuperación tras el COVID y la inflación y, al menos, tranquilizó al mercado: lo peor ya ha pasado. El precio de la acción del holding reaccionó positivamente a la noticia, sin embargo, sigue estando significativamente infravalorado en nuestra opinión. Creemos que la dirección seguirá desbloqueando valor a través de acciones corporativas, incluido el programa de recompra de acciones en curso.

El quinto contribuidor fue The Italian Sea Group (+22,3%, +68 pb), el constructor italiano de yates de lujo. La empresa siguió obteniendo buenos resultados, con un aumento interanual de las ventas y los márgenes, mientras que la cartera de pedidos se mantiene en un nivel saludable. La mejora de los márgenes se atribuyó a la eficacia operativa, la combinación de productos, los aumentos de precios y las economías de escala. El equipo directivo destacó que este nivel de rentabilidad es sostenible, ya que siguen viendo un crecimiento estructural en el futuro. El sector de los yates de lujo en general

sigue registrando buenos resultados, a diferencia de sus homólogos de gama baja, que están sufriendo las consecuencias de la crisis financiera. Desde este punto de vista, seguimos creyendo que las acciones de la empresa siguen siendo baratas en relación con sus flujos de caja. Al final del trimestre, el accionista mayoritario colocó el 8,7% de las acciones con un descuento del 10% sobre el precio de la acción, aumentando el free float del 78,7% a algo menos del 70% para cumplir los requisitos de inclusión de las acciones de la empresa en el segmento STAR del mercado Euronext de Milán.

El principal detractor fue International Games Technology (-14,9%, -74 pb), el proveedor italoamericano de tecnología para máquinas de lotería y juego, que presentamos en nuestra carta del primer trimestre de 2020. Para más detalles, véase nuestra actualización más adelante en esta carta.

Los segundos y terceros mayores detractores fueron pequeñas posiciones no reveladas que nos costaron un total combinado de 84 puntos base (-84 pb) durante el trimestre. Irónicamente, se trataba de posiciones muy pequeñas que, sin embargo, nos costaron una cantidad significativa del rendimiento de la cartera, en relación con su tamaño. Ambas obtuvieron resultados muy malos, con dificultades operativas que parecen haber sido provocadas por ellas mismas. Ambas contaban también con accionistas mayoritarios que pensábamos que podrían solucionar los problemas. Deberíamos haber abandonado las posiciones antes, pero «esperábamos» que solucionaran sus problemas. En lugar de ello, como las cucarachas, afloraron más problemas. La esperanza no es una estrategia de inversión, y en el futuro seremos más implacables a la hora de cortar las decepciones. Hemos aprendido muchas lecciones y las recordaremos.

El cuarto detractor significativo fue H&T Group (-12,7% -24 pb), una casa de empeño de alta gama del Reino Unido, que presentamos en la carta del tercer trimestre de 2022. El libro de empeños y las ventas continuaron su trayectoria ascendente, sin embargo, la presión inflacionista, en particular en los salarios, que aumentaron un 20% interanual, mitigó la mayor parte de estos beneficios. El control de costes sigue ocupando un lugar destacado en la agenda de la dirección, pero no obstante al mercado no le gustó la debilidad de sus márgenes y castigó las acciones. Durante el trimestre, H&T adquirió Maxcroft, una rentable casa de empeños de Essex centrada en proporcionar capital circulante a pequeñas empresas. Esto parecía un poco extraño en comparación con el perfil de H&T. La dirección afirmó que la adquisición mejora la calidad del libro de empeños y abre oportunidades para añadir más clientes empresariales. Creemos que con el tiempo recuperarán el margen y apreciamos cómo H&T desempeña un papel anticíclico en la cartera.

El quinto mayor detractor fue Syensqo (-6,9%, -22 pb), el grupo belga de polímeros especiales y materiales compuestos, recientemente escindido de Solvay en diciembre de 2023. Tras unos años 2021 y 2022 extraordinarios para la industria química, las ventas disminuyeron un 13,2% (-10% orgánico) y el EBITDA un 13,1% en el conjunto del año, impulsados por un descenso del 11% en los volúmenes. Esto se debió a un entorno macroeconómico más difícil y a la reducción de existencias de los clientes. Es probable que la acción cayera porque las previsiones para 2024 incumplieron ligeramente las expectativas de los analistas. La dirección cree que los volúmenes tocaron fondo en el cuarto trimestre y señaló el fin del desabastecimiento de los clientes, lo que ha estabilizado las perspectivas de la demanda. A medio plazo, se espera que sectores en crecimiento como el aeroespacial, los vehículos eléctricos, las baterías, las soluciones ecológicas y los semiconductores respalden los objetivos para 2028. Para una empresa química de alta calidad expuesta a mercados finales en crecimiento, Syensqo sigue siendo atractiva.

...

International Games Technology (IGT US)

Hemos sido accionistas de International Game Technology desde diciembre de 2019 y escribimos sobre ello por primera vez en nuestra carta del primer trimestre de 2020, en plena crisis del COVID cuando estábamos aumentando la posición. Inicialmente invertimos bajo la tesis de que el negocio de loterías era un negocio de alta calidad, resistente a recesiones y recurrente, y que el mercado estaba castigando la acción debido al alto apalancamiento. El apalancamiento se debió a la fusión previa que unió a GTECH e IGT, así como a la naturaleza del negocio donde típicamente se requiere una gran tarifa inicial y/o gasto de capital para ganar una concesión multianual de un gobierno. La compañía estaba pagando un dividendo demasiado alto para apoyar a la familia controladora y pensamos que eventualmente ajustarían esto para pagar la deuda y prepararse para futuras licitaciones. Luego ocurrió el COVID y mostró cómo incluso el negocio de loterías, resistente a las recesiones, podría verse afectado por un corto período de tiempo.

La compañía sabiamente pivotó hacia la reducción de la deuda. Recortaron su dividendo, desinvertieron su negocio B2C italiano, Lottomattica, por €1.1 mil millones en diciembre de 2020 y su negocio de pagos comerciales italiano en febrero de 2022 por €700 millones. Debido a estas transacciones y la generación significativa de flujo de caja libre, la compañía pasó de un pico de deuda neta / EBITDA de 7.0x a fines de 2020 a 2.9x a fines de 2023. Este es el nivel más bajo en la historia de la compañía. A pesar de esto, las acciones han languidecido y continúan cotizando alrededor de 6x

EV/EBITDA, similar a donde cotizaba en 2019, a pesar del cambio significativo en el apalancamiento.

El Board se molestó porque, a pesar de sus esfuerzos, las acciones cotizaban a un descuento significativo con respecto a los comparables listados y las transacciones recientes en el sector. El negocio más parecido en sector era el negocio de loterías de Scientific Games, que fue vendido a Brookfield Business Partners L.P. por un EV/EBITDA implícito de aproximadamente 13x². Neogames, un competidor duro en el negocio de iLottery, fue comprado en mayo de 2023 por 15x EV/EBITDA por el principal competidor Aristocrat (ALL AS) de Australia³. Creemos que otros pares listados son menos relevantes, pero notamos que otras empresas en el sector como Pollard Banknote (PBL CN), OPAP (OPAP GA) y el proveedor de loterías francés La Française des Jeux (FDJ FP) están cotizando a 10x EV/EBITDA a futuro. Mientras tanto, los pares del segmento de juegos como Light & Wonder (El negocio no vinculado a lotería del antiguo Scientific Games renombrado) y Aristocrat cotizan a 9x y 12x EV/EBITDA respectivamente.

Así que no es una gran sorpresa que el 8 de junio de 2023, la compañía anunciara que el Board comenzaría a evaluar posibles alternativas estratégicas para los negocios Global Gaming y Play Digital, con el objetivo de desbloquear todo el valor. La compañía tiene tres divisiones, con la lotería representando aproximadamente el 60% de las ventas y el 70% del EBITDA, mientras que Gaming (máquinas tragaperras) y PlayDigital (iGaming, PlaySports) representan el 40% restante de las ventas y el 30% del EBITDA. Las acciones subieron con el anuncio para finalmente estar cerca de los \$30, culminando con el rumor en septiembre de 2023 de que Apollo⁴ estaba interesado en el negocio en el rango de \$4-5 mil millones, que fue aproximadamente nuestra evaluación del valor justo del negocio.

Sin embargo, en el cuarto trimestre, dado que no hubo noticias de la venta, las acciones bajaron (convirtiéndose en nuestra peor posición en el cuarto trimestre de 2023) y el mercado centró su atención en la renovación del Gioco del Lotto italiano de 2025. La concesión representa aproximadamente el 12% de las ventas reportadas y más en términos de EBITDA según nuestras estimaciones, pero dado que IGT posee el 61.5%, es menos de lo que podría parecer (aunque sigue siendo significativo).

² [Scientific Games / Brookfield deal](#)

³ [Neogames / Aristocrat deal](#)

⁴ [Reuters](#)



Luego, el 29 de febrero de 2024, la compañía anunció que las divisiones Global Gaming y PlayDigital serían escindidas y luego fusionadas con el par cotizado públicamente Everi (EVRI US). Después de la transacción, los accionistas de IGT tendrán un interés del 54% en la empresa combinada (GamingCo), mientras que los accionistas existentes de Everi poseerán el saldo. La nueva empresa fusionada pagaría entonces \$2.6 mil millones en caja para la compañía de loterías. Esto dejaría a GamingCo con una deuda neta / EBITDA de 3.2-3.4x basada en ventas pro forma de 2024 de \$2.7 mil millones y un EBITDA PF 2024 de \$1 mil millones. Mientras tanto, la altamente generadora de caja, LottoCo tendría un apalancamiento de 2.5x.

Al principio, el mercado reaccionó positivamente al acuerdo, pero luego, a medida que se digirieron los detalles, las acciones bajaron a valores cercanos a los 18 dólares. Estamos de acuerdo en que una venta total a una empresa de capital privado habría sido el camino rápido y preferible. Creemos que muchos accionistas especuladores probablemente se posicionaron en esta línea, anticipando una rápida revalorización del negocio de loterías. Creemos que parte de la venta se debió a la percepción de que el 'catalizador' no sería hasta 2025, mientras que muchos habían asumido un acuerdo en 2024. Sin embargo, debemos admitir que los bajistas tienen preocupaciones que pueden o no ser resultados probables, pero ciertamente aumentan el riesgo.

Primero, Everi está dividido en dos segmentos: fintech (productos de tecnología financiera para operadores de juegos) y máquinas de juego (tragaperras). El segmento de juegos conlleva más riesgo ya que está experimentando una renovación de cartera y parece estar perdiendo cuota de mercado, lo que puede o no revertirse. Las fusiones anteriores en el espacio de juegos (WMS Industries, Bally Technologies, GTECH) no se perciben como que añadan valor. También existe el riesgo de que los gerentes de compras decidan esperar antes de comprar nuevos gabinetes de ellos, hasta que se sepa qué productos serán compatibles con la nueva empresa fusionada. Sin embargo, las compañías dicen que hay muy poca superposición en los productos y las sinergias no provienen de una reducción en la cartera de productos. Por lo tanto, afirman que todos los productos serán compatibles en el futuro. Las dos compañías están enfocadas en diferentes clases de VLT sin superposición en el negocio fintech. Por lo tanto, hay alguna evidencia para apoyar el caso de una fusión complementaria. Tendremos que esperar y ver cómo se desarrollan sus ventas a lo largo del año, pero en cualquier caso, esto sería en su mayoría un problema de tiempo, si es que hay algún problema.

En segundo lugar, la lotería italiana (Gioco) pasaría de representar el 12% de las ventas reportado por el grupo a 20% de las ventas de LottoCo, por lo que se magnifica el riesgo de perder la concesión. Sin embargo, es menos preocupante en términos de ganancias, ya que hay una pérdida significativa de minorías. Aunque han tenido este

contrato desde 1998 y las tasas de retención generalmente son >90% para los titulares, siempre existe el riesgo de pérdida. Desde la última licitación, el panorama competitivo ha cambiado. Sisal anteriormente era propiedad de capital privado y probablemente tenía apalancamiento, pero ahora es propiedad de Flutter, una empresa con un balance muy sólido. Asimismo, Allwyn (anteriormente SAZKA Group) también está en una posición de apalancamiento significativamente mejor. Tenga en cuenta que Allwyn recientemente desafió al titular del Reino Unido Camelot y ganó el contrato del Reino Unido. De hecho, durante la licitación anterior, IGT también estaba bastante apalancada y tuvo que invitar a inversores financieros para ayudar en la licitación. La JV final es propiedad en un 61.5% por IGT y un 32.5% por Allwyn (el resto 4% cuerpo de la industria de los estancos y 2% Novomatic). En el último comunicado, parece que Allwyn ha firmado un MOU con IGT para mantener la estructura actual para la próxima licitación, eliminando una amenaza obvia. Flutter, la mayoría considera una amenaza menor ya que se están enfocando en la expansión de apuestas deportivas e iGaming en EE. UU.

En tercer lugar, la transacción está estructurada como una escisión sujeta a impuestos, mientras que la mayoría se estructura sin impuestos. A primera vista, esto parece extraño, al igual que la explicación de la administración de que brinda la mayor flexibilidad tanto a LottoCo como a GamingCo para buscar otras alternativas estratégicas como entidades independientes. Creemos que el impuesto se centra principalmente en los inversores estadounidenses y es poco probable que el mayor accionista de control, que es residente fiscal italiano, se haya inscrito intencionalmente para una gran factura fiscal en EE. UU. La compañía está de hecho domiciliada en el Reino Unido y, aunque no ofrece asesoramiento fiscal, parece que los inversores extranjeros no necesariamente tendrían el mismo problema. Sin embargo, parece extraño enfadar a su inversor central estadounidense sujeto a impuestos. Si alguien entiende mejor las ramificaciones fiscales, por favor háganoslo saber.

En resumen, vemos algunos riesgos incrementales en nuestro caso de compra, pero creemos que la relación riesgo-recompensa sigue estando enormemente inclinada hacia el lado positivo con las empresas continuando su buen desempeño. Nuestro valor fundamental sigue siendo superior a \$45 si las dos nuevas entidades cotizan con un descuento más cercano a sus pares. De hecho, creemos que ninguno es probablemente justificado. Afortunadamente, somos inversores de largo plazo y con este tipo de ventaja podemos ser pacientes y esperar a realizar el valor.

...

En resumen, vemos algunos riesgos incrementales en nuestro caso de compra, pero creemos que la relación riesgo-recompensa sigue estando enormemente inclinada hacia el lado positivo con las empresas continuando su buen desempeño. Nuestro valor



fundamental sigue siendo superior a \$45 si las dos nuevas entidades cotizan con un descuento más cercano a sus comparables. De hecho, creemos que ninguno es probablemente justificado. Afortunadamente, somos inversores a largo plazo y con este tipo de ventaja podemos ser pacientes y esperar a realizar el valor.

Nuestro enfoque está y sigue estando en la cartera, pero necesitamos aumentar nuestros activos a un nivel sostenible. Por favor, siéntase libre de compartir esta carta con cualquier posible inversor.

Ahora tenemos un acuerdo comercial con Cobas Asset Management para distribuir nuestro fondo en España. Puede abrir una cuenta y operar con ellos. Para más información, por favor contáctelos por teléfono o correo electrónico. En el futuro, esperamos que sea posible a través de su sitio web. Puede contactar al equipo de Cobas en +34 91 755 68 00 o sopORTEinstitucional@cobasam.com

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

Actualmente, las siguientes instituciones financieras en España son distribuidoras: Renta 4, Ironia, Lombard Odier, Creand, así como muchas otras instituciones que operan a través de las principales plataformas en las que el fondo está disponible bajo solicitud: Allfunds Bank e Inversis.

En el Reino Unido estamos disponibles en la plataforma de bajo costo de AJ Bell, aibell.co.uk, y puede formar parte de un ISA o pensión.

Nuestro fondo también está disponible en SwissQuote, 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, por favor contáctenos en IR@palmharbourcapital.com.

Nuestro fondo se ofrece como parte de un fondo de fondos de pensiones español orientado al valor. Por favor, siga este enlace para obtener más información.



Le agradecemos su continuo apoyo. Seguimos creyendo que este es un gran momento para ser un inversor de valor y estamos muy emocionados por las perspectivas a mediano plazo de la cartera actual.

En otras noticias, la niña de Konstantinos ha empezado a gatear y parece que no hay quien la pare, el hijo de Diana participó en el día del deporte en el colegio, animándoles a mantenerse activos y a trabajar en equipo.

Atentamente,

Palm Harbour Capital

This information is being communicated by Palm Harbour Capital LLP which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. This material is for information only and does not constitute an offer or recommendation to buy or sell any investment or subscribe to any investment management or advisory service.

In relation to the United Kingdom, this information is only directed at, and may only be distributed to, persons who are "investment professionals" (being persons having professional experience in matters relating to investments) defined under Articles 19 & 49 of Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 & Articles 14 & 22 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemption) Order 2001 and/or such other persons as are permitted to receive this document under The Financial Services and Markets Act 2000.

Any investment, and investment activity or controlled activity, to which this information relates is available only to such persons and will be engaged in only with such persons. Persons that do not have professional experience should not rely or act upon this information unless they are persons to whom any of paragraphs (2)(a) to (d) of article 49 apply to whom distribution of this information may otherwise lawfully be made.

With investment, your capital is at risk and the value of an investment and the income from it can go up as well as down, it may be affected by exchange rate variations, and you may not get back the amount invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance and where past performance is quoted gross then investment management charges as well as transaction charges should be taken into consideration, as these will affect your returns. Any tax allowances or thresholds mentioned are based on personal circumstances and current legislation, which is subject to change.

We do not represent that this information, including any third-party information, is accurate or complete and it should not be relied upon as such. Opinions expressed herein reflect the opinion of Palm Harbour Capital LLP and are subject to change without notice. No part of this document may be reproduced in any manner without the written permission of Palm Harbour Capital LLP; however recipients may pass on this document but only to others falling within this category. This information should be read in conjunction with the relevant fund documentation which may include the fund's prospectus, simplified prospectus or supplement documentation and if you are unsure if any of the products and portfolios featured are the right choice for you, please seek independent financial advice provided by regulated third parties.