

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

OCTUBRE 2020

OCTUBRE 2020

Estimado co-inversor,

Terminamos otro trimestre condicionado, en mayor o menor medida, por la evolución de la pandemia y las decisiones tomadas por nuestros gobernantes. Se hace difícil acostumbrarse a esta "nueva normalidad" pero, desde aquí, la familia de Horos les envía todo su ánimo y apoyo para estos difíciles momentos.

A nivel de mercados, tras la recuperación del pasado trimestre, los mercados han vuelto a entrar en una dinámica en la que las grandes compañías con beneficios más predecibles se ven favorecidas por la comunidad inversora, en detrimento de aquellas compañías de menor tamaño y con negocios de carácter más cíclico.

Horos Value Internacional no ha sido ajeno a esta dicotomía de comportamiento, anotándose un -4,7% de rentabilidad en el trimestre, frente al 3,6% de su índice de referencia. Por su parte, Horos Value Iberia arrojó una rentabilidad de -0,8%, por encima del -6,3% de su índice comparable.

Esta dinámica, que ya destacamos el pasado año, se ha visto incluso exacerbada con la incertidumbre que vivimos hoy y las medidas adoptadas por los bancos centrales y los gobiernos de todo el mundo. En Horos tenemos claro que no vamos a participar en un juego en el que el riesgo asumido no compensa la rentabilidad potencial de determinadas inversiones y entendemos que la dinámica actual no está favoreciendo nuestro estilo de inversión. Sin embargo, seguimos prefiriendo invertir donde residen las oportunidades, sin dejarnos llevar por el flujo inversor irracional que se alimenta de las subidas del mismo tipo de compañías, encareciéndolas más y más. La historia ha demostrado, una y otra vez, que **las valoraciones SIEMPRE determinan la rentabilidad que podemos esperar como inversores**. En esta ocasión, no va a ser diferente. A ello dedicaremos la presente carta.

Con mis mejores deseos, reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones
Horos Asset Management

Resumen ejecutivo

Al final, sin embargo, la valoración tiene que importar.

— Howard Marks

Tras la fuerte recuperación bursátil que vivimos en el segundo trimestre del año, los últimos meses han vuelto a caracterizarse por la gran evasión del flujo inversor hacia compañías de gran tamaño y beneficios más predecibles (bien por contar con negocios relativamente estables, bien por verse beneficiadas por la situación actual de las economías), en detrimento de aquellas de menor tamaño y negocio más cíclico y, por tanto, con mayor incertidumbre sobre su futura evolución. Esta divergencia, acrecentada por las medidas adoptadas por los gobiernos (déficits masivos) y los bancos centrales (expansión de balances nunca vistos), empieza a alcanzar tintes claros de **sobrevaloración**, con empresas de calidad cotizando a múltiplos no vistos desde los años 90, o, incluso, de elevada **especulación**, con compañías anotándose grandes subidas tras anunciar "splits" o desdoblamientos de sus acciones.

En este entorno, en el que lo caro se vuelve más caro y lo barato más barato, seguimos apostando por invertir en compañías con un elevado margen de seguridad y realizando pequeños ajustes en nuestras carteras. En concreto, en Horos Value Internacional hemos vendido nuestra posición en **Sonae Capital**, tras el anuncio de OPA por parte de la familia Azevedo, y reducido nuestra inversión en el holding tecnológico **Naspers** (dueño de más del 30% de **Tencent**). Por el contrario, hemos continuado incrementando nuestra posición en las compañías de restauración **The One Group Hospitality** y **Tang Palace China Holdings**. Por su parte, en Horos Value Iberia hemos reducido nuestro peso en **Atalaya Mining** (tras su excelente comportamiento en el periodo), en **Meliá Hotels International** (donde reducimos su potencial de revalorización) y **Sonae Capital**. Por último, incrementamos nuestra inversión en **Gestamp**, aprovechando la debilidad de su acción.

Esa constante sensación de *déjà vu*

¿Alguna vez ha tenido un déjà vu, señora Lancaster?

Creo que no, pero puedo preguntar en la cocina.

— Película “Atrapado en el tiempo” (1993)

Es difícil hablar de la situación actual de los mercados, sin caer en la sensación de estar repitiendo lo que hemos comentado en cartas anteriores. Sin embargo, **las dinámicas que destacamos en el pasado, lejos de revertirse, se han exacerbado** y, especialmente, a raíz de las medidas tomadas por las autoridades monetarias y gubernamentales a lo largo y ancho del globo, para tratar de combatir los efectos de la pandemia del coronavirus. Por ello, creemos necesario este ejercicio de actualización, para que pueda comprender mejor la evolución de nuestras carteras en estos últimos trimestres, así como los motivos que nos llevan a invertir en sectores o compañías “fuera de moda”, evitando aquellas que hoy cuentan con el favor del mercado.

Si recuerda, hace aproximadamente un año (ver **aquí**), utilizamos la expresión de la “**gran evasión**” para describir el entorno de mercado que existía en aquel momento. En concreto, se estaba produciendo una clara divergencia en el comportamiento (favorable) de las acciones de compañías con generación de beneficios más estable y/o predecible, en relación con la evolución de aquellas empresas con negocios de carácter más cíclico. Esta misma tendencia se estaba dando en función del tamaño y liquidez (facilidad para comprar y vender acciones de la compañía) de las entidades, beneficiando a las de mayor tamaño y capitalización bursátil y penalizando, sobremanera, a las empresas más pequeñas.

¿Los motivos? A nuestro entender, tres factores estaban detrás de esta dinámica. El primero de ellos sería la incertidumbre asociada a las **guerras comerciales** entre Estados Unidos y China y sus consecuencias sobre el resto de las economías del mundo. El segundo, la escasa rentabilidad ofrecida por los activos de renta fija, a tenor de la distorsión originada por las políticas (ultra) expansivas de los **bancos centrales**. Por último, el crecimiento continuo de productos de **gestión indexada** (o pasiva), fundamentalmente ETFs, cuya captación de flujos muestra una correlación muy significativa con la evolución de los índices bursátiles que replican.

Curiosamente, al poco tiempo de escribir esas líneas, las tornas comenzaron a cambiarse, y los últimos meses del pasado año fueron testigo de una evolución muy positiva de las compañías olvidadas por la comunidad inversora. Empero, ya nunca sabremos si aquel fue un momento de inflexión hacia una nueva tendencia que terminase con esa gran divergencia o, simplemente, una feliz coincidencia. Como todos sabemos y, tristemente, hemos padecido, este 2020 ha supuesto el mayor shock que la humanidad ha vivido los últimos años, impactando en nuestras vidas, en las empresas y, como no puede ser de otra manera, en los índices bursátiles de todo el mundo.

Si nos centramos, por su relevancia, en la bolsa americana, nos encontramos con que, desde finales de febrero hasta finales de marzo, el índice S&P500 se desplomó casi un 35% (¡en un solo mes!), lo que demuestra la magnitud de lo sucedido. No obstante, como destacamos al inicio de esta crisis (ver [aquí](#)), según se fuera eliminando la incertidumbre del impacto real en las economías y en las empresas de esta pandemia, los mercados comenzarían a ajustar mejor las expectativas en los precios de las acciones de las compañías cotizadas. Así, tras la vertical corrección de los mercados, se inició en abril una fuerte recuperación de los índices bursátiles. En el caso del S&P500, se anotó cerca de un 45% de subida hasta primeros de junio.

A partir de ese momento, sin embargo, ha vuelto a producirse esa evasión del flujo inversor hacia determinadas compañías de mayor tamaño y estabilidad de beneficios, con la salvedad de que, en esta ocasión, pensamos que **existen síntomas de lo que podríamos denominar un "excesivo entusiasmo" por parte de la comunidad inversora**. Dado que la bolsa americana es la más representativa de este tipo de negocios, al contar con compañías de gran tamaño, globales y con una mayor estabilidad en su generación de beneficios o, con modelos de negocio de crecimiento, que se han visto beneficiados por las dinámicas derivadas de las medidas de confinamiento y protección frente a la pandemia, su escalada ha sido imparable en el periodo, situándose en máximos históricos en el mes de septiembre. ¡Qué diferente panorama el de nuestro Índice General de la Bolsa de Madrid! Cuya evolución desde junio ha sido la opuesta, acercándose continuamente a los mínimos marcados en marzo.

Síntomas de una mayor especulación

A lo loco se vive mejor.

— Jarabe de Palo

Aunque la narrativa que alimenta este positivo comportamiento de la bolsa americana está totalmente justificada, pensamos que no así las valoraciones que la acompañan. Gran parte de las compañías americanas ha vivido una desmesurada **expansión en los múltiplos** a los que cotizan. Sirva de ejemplo la evolución de **Microsoft**, con una apreciación desde marzo del 60%, alcanzando máximos históricos y una valoración no vista desde la burbuja de las "puntocom" de finales de los años 90, cotizando a 34 veces su flujo de caja libre (aún añoramos los años en los que éramos accionistas de **Microsoft**, cotizando a un múltiplo de 7 veces y sin que ningún inversor compartiera nuestro entusiasmo por esa inversión) o de **PayPal**, con una rentabilidad superior al 100% desde los mínimos de marzo, también situándose en niveles de cotización nunca vistos y con una valoración de 42 veces su flujo de caja libre estimado para este año.

He utilizado estos dos ejemplos por ser compañías que han estado en nuestra cartera durante mucho tiempo. Negocios de enorme calidad, fruto de contar con poderosos efectos de red en sus productos y servicios, así como fuertes economías de escala que alimentan esos efectos de red y que les permiten mantener elevados crecimientos de ingresos y beneficios. Sin embargo, por mucho que nos pese (y más en un entorno en que la evolución de los mercados se empeña en demostrar lo contrario), **el margen de seguridad de las inversiones sigue siendo el pilar que marca las rentabilidades futuras que podemos esperar**. Uno puede acertar en su análisis con las tasas de crecimiento y la calidad de compañías como **Microsoft** y **PayPal**, pero si invertimos en ellas a valoraciones en las que necesitas que se cumplan escenarios muy benevolentes para sus negocios, los riesgos que estaremos incurriendo serán, a nuestro entender, inasumibles.

*Sin duda, hoy tenemos lo que llamaría un elevado **entorno especulativo** en los mercados. Un deseo de correr riesgos. Un deseo de emocionarse con proyectos que se materializarán dentro de cinco o diez años. Algo que no hemos visto desde finales de los 90.¹*

¹ (Negrita añadida al texto para dar mayor énfasis) Traducción libre del siguiente comentario de Bill Gurley, uno de los inversores de capital riesgo más importantes en el sector tecnológico: *There is certainly what I*

Uno podría argüir que esta expansión de múltiplos, si bien ha situado a las grandes compañías en niveles de valoración muy exigentes, no justifica el que cataloguemos este entorno como eufórico o especulativo. Me temo, empero, que tenemos otros **síntomas claros de que, esta vez, sí es diferente**. Uno de estos síntomas lo encontramos en la vuelta a los mercados de la *magia* de los **"splits" o desdoblamiento de acciones**. Básicamente, el "split" consiste en incrementar el número de acciones en circulación de una compañía, sin variar su capital social, con lo que se ajusta el precio de la acción a la baja. Esta práctica es habitual en compañías que cotizan a precios elevados, con el teórico objetivo de hacer su acción más líquida y asequible para el inversor. La realidad, no obstante, es que el efecto es totalmente neutro para sus accionistas y, *normalmente*, no tiene mayor impacto en la evolución bursátil de la compañía.

Digo *normalmente* porque, en momentos de mercado en los que prima la especulación por encima de la razón, los inversores asumen que estas medidas generan valor y desencadenan subidas verticales en muy poco tiempo. Uno de estos casos recientes lo encontramos en la acción de la "polémica" **Tesla**, la compañía fabricante de vehículos eléctricos, baterías eléctricas y soluciones energéticas. No vamos a entrar a valorar si **Tesla** merece su capitalización bursátil actual, superior a los 400.000 millones de dólares (superior a la capitalización bursátil *combinada* de los cinco siguientes fabricantes de automóviles del mundo con mayor valor de mercado) o sus criticadas prácticas contables (véanse los comentarios de inversores que apuestan por una caída de su cotización, como David Einhorn o Jim Chanos). Sencillamente, me gustaría resaltar que, a finales de agosto, **Tesla** realizó un desdoblamiento de sus acciones en la proporción de cinco acciones por cada una existente (es decir, "regaló" cuatro acciones como dividendo a sus accionistas). Pues bien, durante las dos semanas que transcurrieron tras el anuncio del "split", la acción llegó a anotarse más de un 80% de rentabilidad. Si esto no es magia...

Dado que **Tesla** es un caso muy particular, vamos a poner otro ejemplo de compañía con un modelo de negocio más contrastado y, además, que cuenta con el beneplácito de inversores de la talla de Warren Buffett: **Apple**. El gigante tecnológico americano anunció, a finales de julio, la intención de hacer otro "split", en esta ocasión en la proporción de 4x1. ¿Obró también la magia este desdoblamiento? Parece ser que sí. En el mes que prosiguió al anuncio, su cotización se apreció un 45%. Si bien no hablamos de la magnitud de **Tesla**, siguen siendo cifras mareantes y más si tenemos en cuenta que **Apple** hoy capitaliza por encima de los dos billones de dólares. Por cierto, que **Apple** sería otro ejemplo de

would call a highly speculative nature to the markets today, a willingness to take on risks, a willingness to get excited about projects that may be five or 10 years in the future, that we haven't seen since the '99-time frame. Extraído de "Benchmark's Bill Gurley compares today's markets to 1999 dot-com boom" (CNBC, 2 de octubre de 2020).

gran expansión de múltiplos, al cotizar hoy cerca de 30 veces su generación actual de caja, cuando hace no tanto se podía comprar por menos de 7 veces.

Ahora mismo, estamos ante una frenética manía especulativa. Tenemos a comentaristas animando a las compañías a hacer "splits" de sus acciones. Las compañías, entonces, suben un 50%, 30%, 40% tras esos "splits". No hay ningún valor en ello, pero las acciones suben.²

Otro síntoma claro lo encontramos en el continuo surgimiento de **nuevas compañías de "gran tamaño"**, como muy bien explica nuestro admirado Bill Nygren en su última carta trimestral.³ Históricamente, las compañías de mayor tamaño bursátil solían ser también aquellas que contaban con las mayores cifras de ventas o beneficios. Sin embargo, esta razonable dinámica está cambiando y, solo este último año, la categoría de compañías de gran tamaño (compuesta por las 250 empresas con mayor valor bursátil) ha visto entrar a 40 nuevas empresas con unas cifras de ventas muy inferiores a la media del resto de compañías del grupo (2.400 millones de dólares frente a 14.000 millones de dólares).⁴ Por tanto, el mercado descuenta grandes crecimientos para estos nuevos jugadores.

Quizás el ejemplo más claro, también citado por Nygren en su carta, lo encontremos en **Zoom Video Communications** ("Zoom"), una de las compañías más beneficiadas por la pandemia del coronavirus, al ofrecer soluciones de videoconferencia para sus usuarios. Si bien estamos de acuerdo en que la compañía tiene un excelente producto (lo usamos a menudo para hablar con las empresas en las que invertimos), nos cuesta más estar cómodos con su capitalización bursátil, especialmente cuando compite con grandes tecnológicas, como **Microsoft** y su aplicación Teams. **Zoom** capitaliza, en el momento en que escribo estas líneas, alrededor de 140.000 millones de dólares. Esta cifra se compara, por ejemplo, con los 115.000 millones que capitaliza **IBM** o los 170.000 millones de **Cisco Systems**, dos gigantes tecnológicos venidos "a menos", pero con capacidad para generar miles de millones de dólares anuales. En concreto, **IBM** generó 12.000 millones en 2019, mientras que **Cisco** produjo 15.000 millones de efectivo. Estas gigantescas cifras se comparan con los meritorios, pero sustancialmente inferiores, 1.200

² Traducción libro del siguiente comentario de Stanley Druckenmiller, uno de los mejores inversores de la historia: *Right now, we're in an absolute raging mania. We've got commentators encouraging companies to do stock splits. Companies then go up 50%, 30%, 40% on stock splits. That brings no value, but the stocks go up.* Extraído de "Stanley Druckenmiller says the stock market is in an 'absolute raging mania'" (CNBC, 9 de septiembre de 2020).

³ "Bill Nygren Market Commentary 3Q20".

⁴ Ibid.

millones (si anualizamos el primer semestre) que **Zoom** podría conseguir este 2020. No tenemos ni idea de si **Zoom** conseguirá hacer crecer su generación de caja hasta magnitudes de cinco dígitos, pero sí tenemos claro que el mercado puede estar siendo excesivamente generoso con lo que implícitamente está descontando para esta compañía.

Esas dos fuerzas que nunca se detienen

Ningún árbol, por mucho que crezca, llega hasta el cielo.

— Warren Buffett

Por último, no podemos dejar de mencionar las dos fuerzas que han continuado alimentando, con cada vez mayor vehemencia, esta divergencia entre un perfil de compañías (casi siempre americanas) y el resto: la gestión indexada y los estímulos monetarios de los bancos centrales.

Sobre la **gestión indexada**, me gustaría primero recalcar que preferimos esa denominación a la de "pasiva" porque, en realidad, uno está invirtiendo activamente cuando decide comprar ese tipo de productos, al exponerse a la evolución de las acciones de las compañías que componen esos índices. Como suele suceder siempre en el mundo de la inversión, hay que tener mucho cuidado con dejarnos guiar por las etiquetas, ya que pueden distorsionar la realidad que tratan de clasificar (ver [aquí](#) sobre el vacío debate entre los estilos de inversión "value" y "growth").

¿Qué nos lleva a pensar que la gestión indexada puede estar distorsionando el mercado o contribuyendo a esta divergencia? Por un lado, aunque extraer causalidades en los mercados es harto difícil, se está produciendo, desde hace años, una entrada masiva de dinero en los ETFs, a la par que se retira de los productos de gestión activa. Sirva de dato que, **desde el año 2008, han entrado cerca de 2 billones de dólares en productos de gestión indexada y salido una cantidad similar de los de gestión activa.**⁵ Esta entrada de dinero en ETFs ocasiona que tengan que adquirir las compañías que conforman los índices que replican. Hasta aquí todo normal. Todos los productos, sean de gestión indexada o activa, tratan de mantener su cartera estable ante los movimientos de suscripciones y reembolsos. El problema viene cuando hablamos de magnitudes tan gigantescas, ya que los

⁵ Investment Company Institute.

ETFs pueden estar impactando (positivamente) en la evolución de las compañías que aglutinan los índices que replican, al producirse una especie de cuello de botella: los ETFs de mayor tamaño y con mayor captación invierten en un número reducido de compañías (habitualmente, como comentábamos antes, las grandes cotizadas americanas).

¿Por qué esto es un problema? Por dos motivos. El primero es que **el mecanismo tradicional de formación de precios se puede ver adulterado**, al comprar los ETFs la cesta de compañías del índice, sin importar la evolución de sus negocios. En una dinámica en la que los flujos entran incesantemente en estos productos, uno puede llegar a dudar de si, al final, es más importante para las rentabilidades seguir analizando cada compañía por aislado o tratar de anticipar la próxima tendencia que vaya a contar con el beneplácito de la gestión indexada (véase bolsa americana e Inversión Socialmente Responsable). Obviamente, no estamos diciendo que el análisis de compañías no funcione. Simplemente, llevamos años en los que parece no hacerlo para un determinado perfil de entidades, casualmente ausentes en estos productos de gestión indexada. No podemos olvidar que, como dice siempre un amigo mío de la industria, **el negocio de los ETFs no reside en venderte sardinas de calidad, sino en venderte las latas que las contienen (sean o no de calidad)**. Confiamos en que, con el tiempo, los inversores empiecen a percibir la diferencia que esto supone.

Normalmente, las variaciones de los índices bursátiles responden al movimiento de los valores que lo componen. Hoy, los índices bursátiles son los que mueven a sus componentes.⁶

El segundo, derivado del anterior, es que los valores que no forman parte de estas tendencias favorecidas por los ETFs sufren, adicionalmente, con los **reembolsos que padecen los fondos de gestión activa**. Se trata de una situación muy similar a la que vivieron los gestores activos a finales de los 90, cuando el flujo inversor buscaba entrar en aquella compañía que prometiera reinventar la rueda gracias a internet, reembolsando su dinero de los fondos de gestión activa que veían sus rentabilidades caer en ese entorno y, además, causaban también parte de esas caídas, al tener que vender forzosamente los valores que componían sus carteras. Un círculo vicioso que duró varios años y causó mucha penuria en la industria. Si bien no pensamos que hayamos llegado a ese extremo, sí nos encontramos con compañías, generalmente de menor tamaño, absolutamente olvidadas por la comunidad inversora. Como siempre recalcamos, no contamos con una bola de

⁶ Lebowitz, Michael: "Passive Negligence" (2 de noviembre de 2016)

cristal para anticipar cuándo puede cambiar esta tendencia, pero sí tenemos claro que, si algo ha demostrado la historia, es que **comprar un euro por cincuenta céntimos suele terminar dando sus frutos, especialmente, cuando ese euro va incrementando su valor con el paso del tiempo.**

Por su parte, el movimiento que han realizado los gobiernos y bancos centrales de todo el mundo, **expandiendo a un ritmo frenético los déficits y sus balances** para paliar los efectos económicos de la pandemia, ha impactado el mercado de la renta fija hasta alcanzar cotas insospechadas. Así, la renta fija pública arroja rentabilidades negativas en gran parte de sus emisiones desde hace tiempo. Lo que en su día parecía una aberración, ahora resulta del todo normal y nadie se sorprende porque esa dinámica, lejos de normalizarse, continúe profundizándose con el paso del tiempo.

Sirva de ejemplo el caso de Grecia, cuyo bono a 10 años se encuentra por debajo del 0,9% de rentabilidad. Recordemos que hablamos de un país con una deuda sobre su PIB de más del 200% y con un rating crediticio de "basura". No parece el mejor candidato para prestarle dinero, ¿verdad? Podemos poner otros ejemplos, como el de Italia, que hoy cuenta con el mayor endeudamiento de su historia (cerca del 140% sobre su PIB) y, sin embargo, su bono a 10 años ofrece una rentabilidad inferior al 0,7%. O el de nuestra querida España, con un rendimiento ofrecido del 0,15% para este mismo vencimiento. Podríamos llenar hojas contando casos similares para otras economías. Todo ello, con unos déficits estimados para el conjunto de la Eurozona diez veces superiores a los del pasado año.⁷ La realidad es que **hemos entrado en una peligrosa dinámica en la que, cuanto más gasta por encima de sus posibilidades un país y, como consecuencia, más se endeuda, menos paga por esa deuda.** ¡Y hablábamos antes de la magia de los "splits" de acciones! Ante estas rentabilidades (¿se puede hablar de rentabilidad?), los inversores se ven forzados a invertir en compañías de elevada liquidez y estabilidad en sus flujos, independientemente de los precios a los que cotizan. Un sálvese quien pueda, en el que los riesgos incurridos son cada vez mayores.

Por nuestra parte, tenemos claro que no vamos a participar en este peligroso juego, por mucho que implique seguir sufriendo este viento de cara en nuestras carteras. Vivimos en un entorno complicado para invertir, en el que lo barato se abarata más y lo caro se sigue encareciendo. No es normal ni sostenible que las compañías caras se encarezcan más. No es normal ni sostenible que una compañía desdoble sus acciones y, prácticamente, multiplique por dos su valor bursátil en dos semanas. No es normal ni sostenible que la gestión activa lleve tiempo sin aportar

⁷ "Eurozone budget deficits rise almost tenfold to counter pandemic" (Financial Times, 19 de octubre de 2020).

valor. No es normal ni sostenible que los países paguen menos por endeudarse más. La experiencia nos dice que estos excesos terminan revirtiéndose. Sin embargo, no sabemos cuándo será así. De nuevo, no tenemos una bola de cristal (nadie la tiene). **Hoy, más que nunca, la solidez del proceso de inversión y la paciencia marcarán la diferencia en las rentabilidades que podemos conseguir con nuestras carteras.**

Movimientos más destacados

En el mundo de la inversión, estar en lo cierto sobre algo no suele ser sinónimo de que eso se demuestre desde el principio.

— Howard Marks

A continuación, se incluye un resumen con los movimientos más reseñables de las carteras de nuestros fondos:

HOROS VALUE INTERNACIONAL

Reducciones/salidas:

FINANCIERAS

Reducimos exposición del 24,6% al 22,2%

Posiciones comentadas: AerCap (3,9%), Qiwi (1,4%) y Sonae Capital (vendida)

La reducción conjunta de peso se origina, fundamentalmente, por la venta total de nuestra inversión en **Sonae Capital** y las disminuciones de peso en **Qiwi** y **AerCap**.

La salida de **Sonae Capital** se produce tras la OPA lanzada por la familia Azevedo, gestores de la compañía (así como del resto de entidades de la "familia" Sonae) y accionistas mayoritarios de esta a través de Efanor, por un precio de 0,70 euros por acción (prima del c.46% sobre la cotización del día anterior). Al igual que sucedió con nuestra inversión en **Clear Media** hace unos meses, estos movimientos demuestran que las ineficiencias en el mercado no pueden perpetuarse indefinidamente en el tiempo. Tarde o temprano, alguien decidirá aprovecharse de los precios bajos a los que cotizan muchas compañías. Habitualmente, este movimiento se producirá antes en compañías controladas/gestionadas por familias, conocedoras del verdadero potencial de sus negocios y con un claro interés en generar valor para sus accionistas, al jugarse con ellos su pellejo ("skin in the game"). Aunque pensamos que el precio ofertado es muy inferior a nuestra

valoración de **Sonae Capital**, las alternativas que tenemos en nuestra cartera ofrecen un potencial mayor y, por este motivo, hemos decidido liquidar esta inversión (no así en nuestra cartera ibérica, donde mantenemos una posición en esta compañía).

Por su parte, hemos reducido nuestra exposición a **QIWI** tras su positivo comportamiento en relación con el resto de los valores que componen Horos Value Internacional. La compañía rusa de servicios financieros digitales se benefició en el periodo del anuncio de la venta de su proyecto de financiación al consumo Sovest. Como ya destacamos en el pasado, era claro que las nuevas iniciativas que había lanzado la entidad los últimos años estaban penalizando la percepción de la comunidad inversora sobre **QIWI**, al ocultarse la verdadera capacidad de generación de caja del negocio de pagos y al no arrojar estos proyectos resultados inmediatos. Al final, **QIWI** ha ido reorganizando, vendiendo o liquidando estas líneas de negocio, destapando su fuerte capacidad de generación de caja y recuperando parte de la confianza perdida de los inversores.

Por último, hemos reducido algo nuestra posición en la compañía de alquiler de aviones **AerCap**, al demostrarse que la situación del sector de las aerolíneas va a mantener su deterioro durante un tiempo. No dudamos de la capacidad de solvencia de **AerCap**. De hecho, la compañía ha seguido emitiendo deuda a un coste similar al de antes de la pandemia y, adicionalmente, está aprovechando los descuentos a los que cotizan sus emisiones actuales para realizar amortizaciones anticipadas. Con todo, sí pensamos que su capacidad negociadora con las aerolíneas no es la misma, ya que, en un entorno como el actual, las aerolíneas son las que marcan la pauta. Como se suele decir, *si debes mil euros al banco, tienes un problema. Si le debes un millón, el problema lo tiene él.*⁸

Un ejemplo reciente de esto lo encontramos en el proceso de quiebra de la aerolínea **Aeroméxico**. La compañía ha conseguido renegociar con todas las entidades que le alquilan aviones, modificando las condiciones de los contratos, para adecuar los pagos de las rentas a las horas efectivas de vuelo, en vez de pagar una renta fija mensual. **AerCap** y el resto de las compañías de alquiler, no aceptarían este tipo de cambios en un mercado "normal". Del mismo modo, **AerCap** y el resto de los jugadores, han ido concediendo retrasos en los pagos de las rentas a las aerolíneas, con el fin de darles un respiro, generalmente a cambio de incrementar la duración de los contratos y cobrando intereses a futuro sobre esta demora. El objetivo es doble. Por un lado, no presionar financieramente a sus clientes, ya que en este mercado tan complicado podrían quebrar. Por otro lado,

⁸ La frase original ("If you owe your bank manager a thousand pounds, you are at his mercy. If you owe him a million pounds, he is at your mercy") se suele atribuir a John Maynard Keynes.

tratar de minimizar el daño a la rentabilidad esperada por esos alquileres. Por tanto, un entorno como sabíamos muy complicado, en el que el potencial de revalorización para esta excelente compañía se ha visto impactado de manera significativa.

PLATAFORMAS TECNOLÓGICAS

Reducimos exposición del 6,2% al 5,4%

Posiciones comentadas: Baidu (2,9%) y Naspers (2,5%)

Continuamos con la paulatina reducción de peso en el segmento de plataformas tecnológicas. Un sector de gran calidad, en el que hemos mantenido una posición histórica significativa. Sin embargo, como siempre recalcamos, el margen de seguridad es lo más importante para obtener retornos sostenibles en el tiempo y las dinámicas actuales de mercado, que ya hemos comentado al inicio de esta carta, están encareciendo estas compañías a un ritmo imparable. Por este motivo, hemos vendido parte de nuestra posición en **Naspers** (holding sudafricano que controla más de un 30% del gigante chino **Tencent**), que explica la reducción en el trimestre a esta temática.

Por otro lado, destacar que mantenemos nuestra convicción en **Baidu**, la otra gran plataforma tecnológica china presente en nuestra cartera. La compañía sigue demostrando, conforme pasan los trimestres, su capacidad de adaptación en un entorno competitivo totalmente disruptivo para su negocio tradicional de búsqueda de información por internet (recordemos que se la conoce como el "Google Chino"), gracias a la progresiva consolidación de su súper aplicación (Baidu App) que aglutina sus servicios y otros que va añadiendo, incrementando el valor de su ecosistema frente a otras alternativas de referencia, como son WeChat (**Tencent**) o Alipay (**Alibaba**).

INFRAESTRUCTURAS Y TRANSPORTE DE GNL Y PETRÓLEO

Reducimos exposición del 8,4% al 7,8%

Posiciones comentadas: Golar LNG (1,9%)

A finales del pasado mes de agosto, la filial de **Golar LNG**, Hygo Energy Transition (antigua Golar Power), anunciaba su intención de salir a bolsa a través de una Oferta Pública de Suscripción (venta de nuevas acciones emitidas con ampliación de capital). El objetivo de este movimiento era captar fondos para financiar su expansión en el área de generación de energía eléctrica y distribución de gas natural licuado. El rango de valoración comunicado por **Golar LNG** para esta filial resultó ser notablemente superior a nuestra valoración y a la esperada por la

comunidad inversora, lo que se tradujo en una rápida apreciación de las acciones de la compañía tras el anuncio de este movimiento (45% de subida).

Sin embargo, el 23 de septiembre se hizo pública una acusación contra Eduardo Antonello, Consejero Delegado de Hygo. En concreto, se le atribuye estar implicado en la incriminación a la compañía de plataformas petrolíferas **Seadrill**, donde trabajó hasta el año 2015, por sobornos realizados en 2014. Tras este anuncio, la cotización de **Golar LNG** se desplomó más de un 30% en un solo día y se vio obligada a suspender la OPS de Hygo, además de destituir a Antonello. **Golar LNG** afirma que lo que sucediera con el trabajo anterior de Antonello no impacta en nada a Hygo. A nuestro entender, las licitaciones en Brasil realizadas los últimos años son especialmente transparentes, con un proceso informatizado, en el que la presentación de ofertas se realiza de forma telemática. Dicho esto, una acusación de estas características no es una buena noticia para la compañía, sea cual sea el resultado, ya que el daño reputacional es elevado, se tarda un tiempo en restituirlo y puede terminar afectando a la consecución de nuevos contratos en esta área. A día de hoy, la valoración de Hygo representa algo más del 25% del valor del grupo **Golar LNG**.

A pesar de esto, seguimos pensando que **Golar LNG** cuenta con un elevado potencial de revalorización, no solo por el valor de Hygo, sino por el de otras partes del negocio, como pueden ser los FLNGs (buques que licúan el gas natural en el mar), donde **Golar LNG** es uno de los pioneros, además de ser uno de los jugadores con mayor experiencia y éxito en este segmento de negocio. Prueba de ello lo encontramos en que **Golar LNG** ha reiniciado la fabricación del FLNG Gimi (recodemos que su cliente **BP**, había pedido un retraso de un año en la fabricación, aludiendo a causas de fuerza mayor).

Incrementos/entradas:

RESTAURACIÓN

Incrementamos exposición del 2,3% al 4,0%

Posiciones comentadas: The ONE Group Hospitality (2,6%) y Tang Palace China Holding (1,4%)

Los incrementos responden a nuestro interés en continuar construyendo una mayor posición en ambas compañías, tras iniciar nuestra inversión en el trimestre anterior.

Como destacamos en la última carta, **The ONE Group Hospitality** ("**ONE**") controla, desarrolla, gestiona y franquicia restaurantes de alta gama en Estados Unidos. Adicionalmente, **ONE** proporciona servicios de gestión de bebida y comida ("food & beverage") "llave en mano" a hoteles de lujo, casinos y otras ubicaciones de calidad superior. La compañía sufrió en el segundo trimestre un desplome, como no puede ser de otra manera, de sus ventas de entre el 53% (Kona Grill) y el 81% (STK). Sin embargo, las medidas tomadas antes de la pandemia por el nuevo equipo directivo han permitido a **ONE** capear el temporal y, con la mejora en ocupación de las últimas semanas y la progresiva implementación de comida a domicilio, incluso está pudiendo generar caja. Algo muy meritorio y que refuerza nuestra convicción en esta inversión. No obstante, su cotización se anota cerca del 25% en el trimestre, fruto de esta "buena" marcha de resultados.

Por su parte, **Tang Palace China Holdings** ("**Tang Palace**") es una compañía dueña de restaurantes y de negocios de producción y servicio de comida en China. **Tang Palace** opera tanto con marcas propias, como de terceros, a través de *joint ventures*. Al igual que en el caso de **ONE**, la compañía asiática ha vivido un semestre muy complicado, en el que sus ventas cayeron alrededor del 45%. Sin embargo, la paulatina recuperación del negocio, así como la eficiencia en costes de la compañía, le permite seguir generando caja en entornos tan difíciles como los actuales. Esto, unido a un holgado posicionamiento financiero, otorga a **Tang Palace** una buena capacidad para resistir "sin problemas" un futuro tan incierto como el actual.

HOROS VALUE IBERIA

Reducciones/salidas:

MATERIAS PRIMAS

Reducimos exposición del 15,3% al 14,5%

Posiciones comentadas: Atalaya Mining (2,1%)

La empresa productora de cobre, **Atalaya Mining** ("Atalaya"), se ha visto muy favorecida, desde que realizamos nuestra inversión a mediados del pasado trimestre, por la fuerte recuperación del precio del cobre. En concreto, el metal se ha apreciado cerca de un 40% desde los mínimos que marcó a finales de marzo, lo que se llegó a traducir en una subida de casi el 100% para **Atalaya** desde nuestra entrada. De ahí, que hayamos reducido algo nuestra posición en la compañía.

Por otro lado, **Atalaya** ha seguido demostrando su capacidad para mejorar su eficiencia operativa, una vez terminada la fase de expansión del proyecto Riotinto, reduciendo costes en el trimestre y demostrando su fuerte capacidad de generación de caja.

OTRAS

Ventas por el 2,3% del fondo

Posiciones comentadas: Meliá Hotels International (5,1%) y Sonae Capital (4,0%)

En cuanto a **Sonae Capital**, los motivos para reducir el peso se deben al proceso de OPA que hemos comentado en la parte dedicada a Horos Value Internacional.

Por su parte, el deterioro de negocio en **Meliá Hotels International** ("Meliá") sigue siendo muy acusado, especialmente tras el impacto del repunte de casos por coronavirus y las medidas anunciadas por los distintos gobiernos. De hecho, la compañía anunció que los últimos resultados trimestrales son los peores de toda su historia como compañía cotizada, con una caída en sus ingresos cercana al 95%. Fruto de esta evolución, **Meliá** ha realizado un deterioro en la valoración de sus activos hoteleros. Probablemente, no será el último. A nivel financiero, **Meliá** cuenta con un calendario relativamente cómodo en los vencimientos de su deuda y con mecanismos para hacer frente a situaciones prolongadas de estrés, como la venta de algunos de sus hoteles. Adicionalmente, **Meliá** está probando alternativas para generar ingresos, como convertir algunos de sus hoteles en espacios de trabajo para empresas.

Desde luego, la compañía se encuentra en una situación complicada, que ha llevado a rebajar nuestra estimación de potencial de revalorización en reiteradas ocasiones. Con todo, la ecuación rentabilidad-riesgo pensamos que se mantiene atractiva en los niveles actuales de su cotización, por lo que mantenemos una posición relevante, aunque menor, en esta entidad. Como nota positiva, la familia Escarrer (gestores del negocio y accionistas de control) incrementó su participación en **Meliá** a finales de septiembre, comprando acciones por un importe de un millón y medio de euros.

Incrementos/entradas:

INMOBILIARIO

Incrementamos posición del 9,7% al 12,6%

Posiciones comentadas: MERLIN Properties (5,2%) e Inmobiliaria del Sur (3,6%)

Hemos aprovechado la persistente debilidad de sus cotizaciones para incrementar nuestra posición en las compañías inmobiliarias **MERLIN Properties** e **Inmobiliaria del Sur**.

Sobre la SOCIMI **MERLIN Properties** ("MERLIN"), ya comentamos en cartas anteriores la calidad y buen equilibrio de sus activos, donde la nota discordante la podemos encontrar en la exposición cercana al 20% (en términos de valor bruto de activos) a centros comerciales, compensada por la excelente evolución de sus centros de logística, muy beneficiados por el crecimiento acelerado del comercio electrónico. Además, la SOCIMI presenta un sólido perfil financiero, con un calendario de deuda muy cómodo, así como uno de los mejores equipos gestores del sector. Por último, se ha especulado este trimestre con la posibilidad de que **MERLIN** sea opada, aprovechando su atractiva valoración actual. En concreto, parece ser que la gestora **Brookfield Asset Management** ("BAM") pudiera estar interesada en la entidad española. Sea como fuere, pensamos que los precios actuales descuentan un escenario de caída de valor para los activos de **MERLIN** muy improbable, lo que arroja un margen de seguridad muy elevado para esta inversión.

Inmobiliaria del Sur ha demostrado también su resiliencia en esta crisis, al contar con una división patrimonialista con activos de calidad (tasas de ocupación cercanas al 90%, estando más de la mitad de la capacidad ociosa bajo reformas) que le otorga recurrencia en sus ingresos. Por otro lado, la división promotora se gestiona de manera muy conservadora, apoyándose en acuerdos con terceros, a

través de *joint ventures*, para el desarrollo de los proyectos. Además, la compañía se apalanca en esta división para alimentar su negocio patrimonialista.

Sirva de ejemplo el proyecto Parque Empresarial Río 55. Un complejo que cuenta con dos edificios de oficinas localizadas en Madrid, con una extensión de 14.000 metros cuadrado cada uno y con un total de 400 plazas de aparcamiento. Este proyecto fue desarrollado por la división promotora de **Inmobiliaria del Sur**. Mientras que el Edificio Sur se vendió en 2018 a un fondo gestionado por AEW, el Edificio Norte está controlado en un 90% por la compañía y se alquiló en su totalidad al Banco Cetelem hace unos meses, por un periodo de diez años, engordando de manera sustancial las rentas percibidas anualmente por el negocio patrimonial de **Inmobiliaria del Sur**.

OTROS

Compras del 1% del fondo

Posiciones comentadas: Gestamp (4,2%)

Por último, tenemos que destacar el incremento de nuestra inversión en **Gestamp**, la compañía fabricante de productos de carrocería, chasis y otros sistemas para automóviles. La entidad ha sufrido, como no puede ser de otra manera, la terrible crisis que están viviendo los fabricantes de automóviles. En concreto, sus ventas han caído un 59% en el trimestre, llegando a arrojar un EBITDA negativo en el periodo. Aunque la compañía mantiene un relativamente elevado endeudamiento para el contexto actual, derivado de la gran expansión vivida por su negocio los últimos años, varios motivos nos hacen ser optimistas con esta inversión de cara a los próximos años. Por un lado, **Gestamp** ha demostrado una sorprendente capacidad para reducir costes en este difícil entorno, además de anunciar un Plan de Transformación que ayudará a mejorar la rentabilidad esperada por la compañía a largo plazo (margen EBITDA para 2022e del 13%). Por otro lado, la creciente penetración de vehículos híbridos y eléctricos favorece al producto de **Gestamp**, al ofrecer soluciones que aligeran el peso de sus estructuras (las baterías, además de ocupar espacio, incrementan el peso del automóvil). Si a esto unimos un equipo directivo de primer nivel, un accionariado familiar y una cotización en mínimos históricos, se puede entender el atractivo que vemos hoy a **Gestamp**.

Actualidad

En cuanto a la actualidad más relevante de Horos, este trimestre me gustaría destacar que el próximo 12 de noviembre celebraremos la **II Conferencia Anual para Inversores**. En esta ocasión y dadas las circunstancias, el evento será grabado en nuestra oficina y subido, posteriormente, en nuestro canal de YouTube. La conferencia contará, como siempre, con un bloque dedicado a responder las preguntas que nuestros partícipes nos hagan llegar. Para ello, solo tiene que enviarnos su pregunta a info@horosam.com.

Por otro lado, continuamos añadiendo tesis de inversión a nuestro canal de YouTube, con el objetivo de que pueda comprender nuestro proceso de análisis y selección de inversiones. En esta ocasión, Alejandro grabó una actualización de nuestra inversión en **Asia Standard International** (ver [aquí](#)), así como un resumen de nuestra tesis de inversión en **Inmobiliaria del Sur** (ver [aquí](#)).

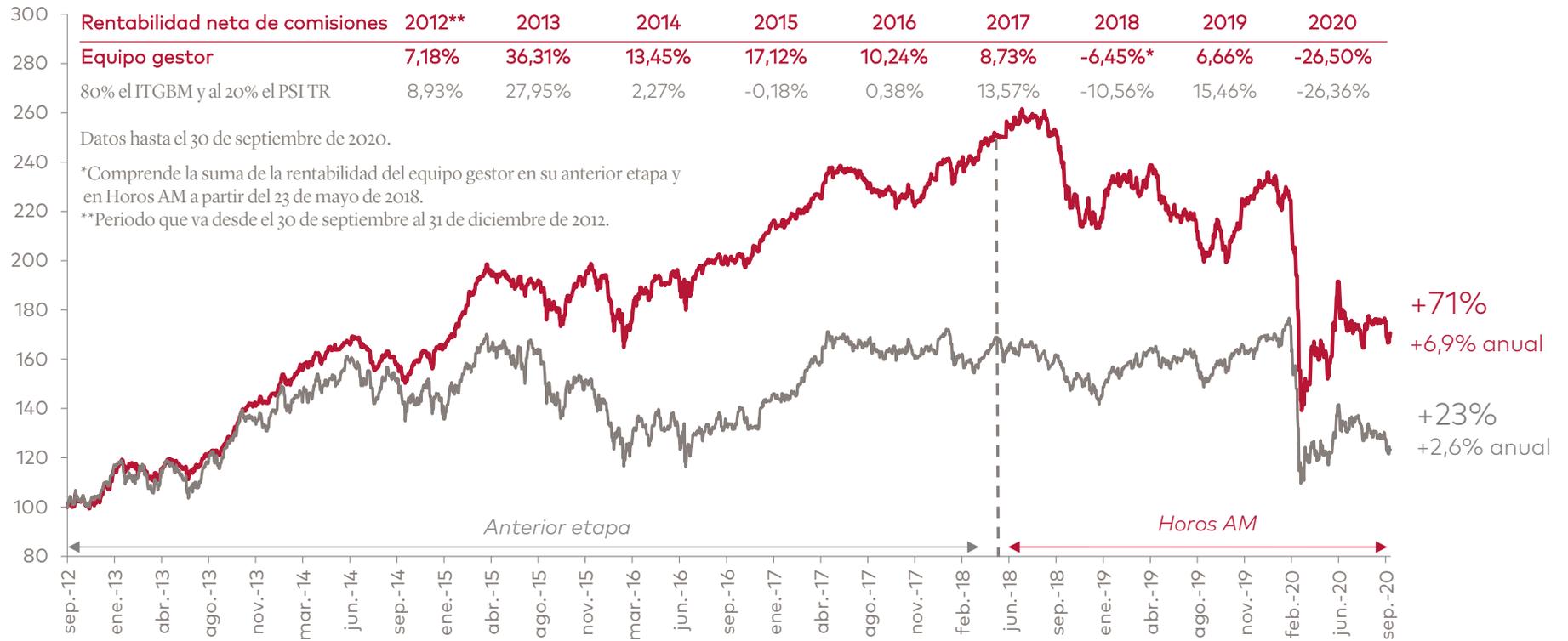
Así mismo, tuve el placer de participar en la **VI Jornada de Finanzas e Inversión** celebrada por el Instituto Juan de Mariana, titulada "¿Ha muerto el value? Value vs. Growth" (ver [aquí](#)), junto con Santiago Domingo (Magallanes Value Investors), Lola Solana (Santander AM) y Emérito Quintana (Numantia Patrimonio Global).

Me gustaría aprovechar también para anunciar el reciente lanzamiento del libro "**Inversión y deporte: ¿se parecen la bolsa y el mercado de fichajes?**" (ver [aquí](#)), coordinado por Luis García Álvarez (gestor de fondos de inversión en MAPFRE) y en el que escribí un capítulo dedicado a las similitudes entre nuestro proceso de inversión y el de dos directores deportivos que admiro enormemente: Ramón Rodríguez Verdejo "Monchi" (Sevilla FC) y José Luis Mateo (Mombus Obradoiro), al que tuve el honor de conocer a raíz de esta colaboración.

Por último, no puedo dejar escapar esta oportunidad para agradecer a Antonio Serrano (Responsable de Gestión de Riesgos) su esfuerzo y dedicación en el tiempo que ha estado en esta pequeña familia que formamos Horos. Le deseamos la mayor de las suertes en su nueva etapa profesional.

Rentabilidades

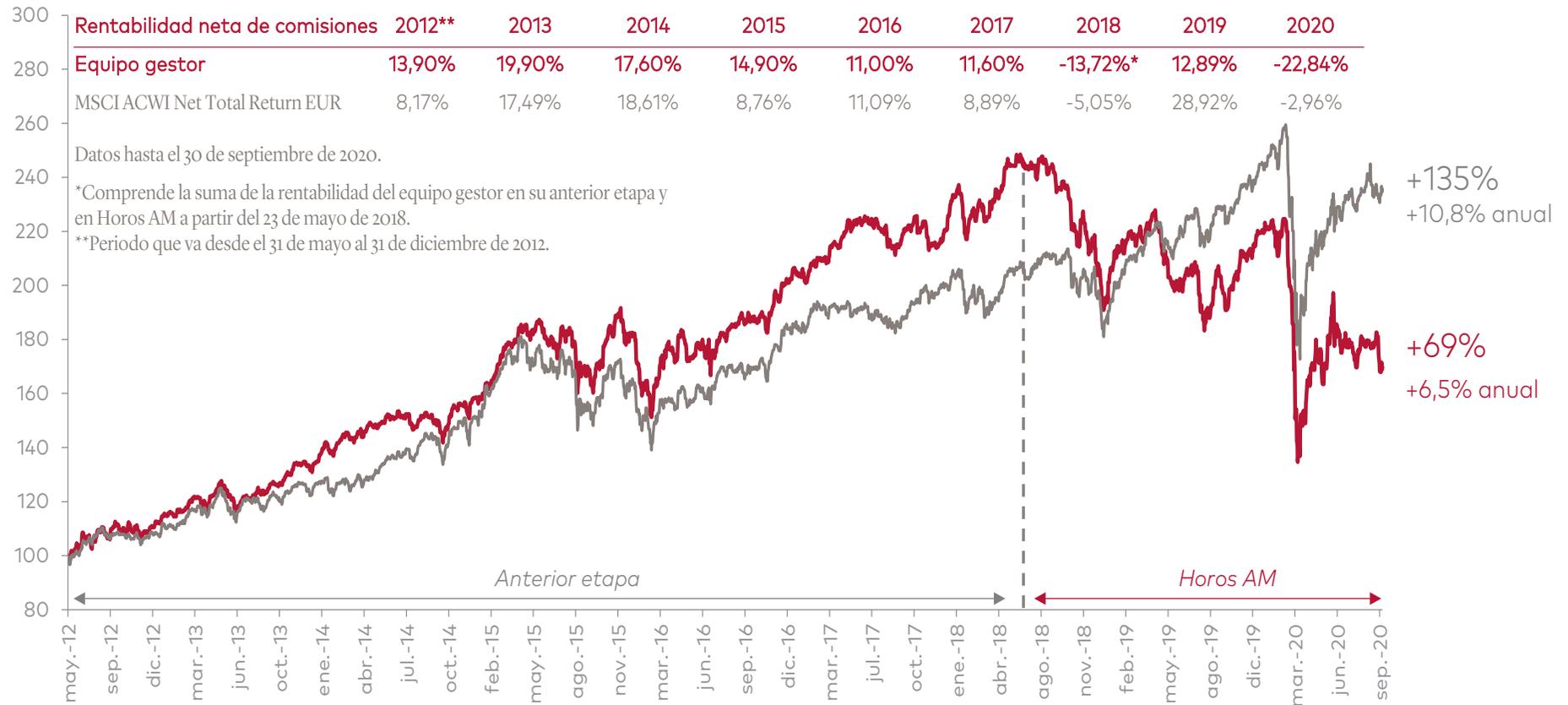
Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia ibérica



Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web: www.horosam.com

Rentabilidades

Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia internacional



Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web: www.horosam.com

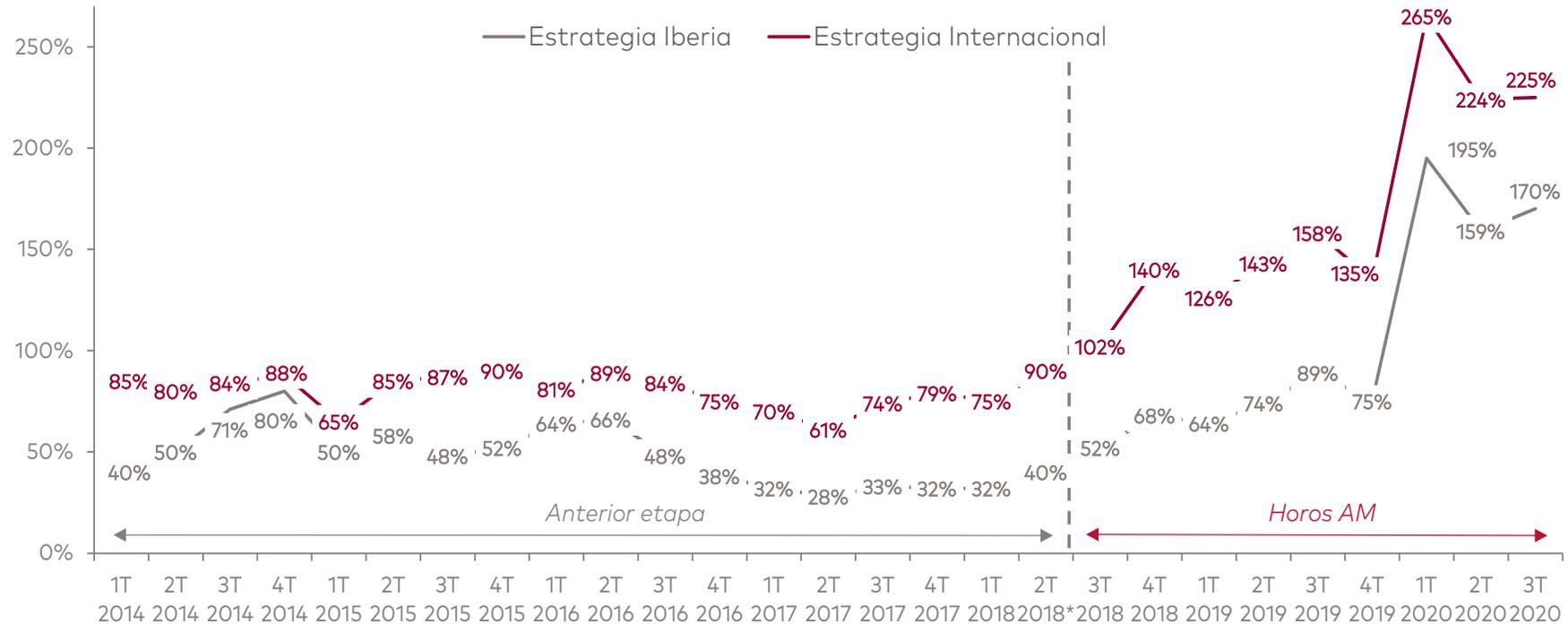
Potenciales

Potencial histórico del equipo gestor

Datos desde 31 de marzo de 2014 hasta el 30 de septiembre de 2020.

*Hasta el 21 de mayo 2018 comprende el potencial del equipo gestor en su anterior etapa y desde entonces en Horos AM.

** El cálculo del potencial se muestra en la siguiente diapositiva.



Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web: www.horosam.com

**Para el cálculo de este potencial, realizamos un estudio individual de cada inversión que compone la cartera. En concreto, realizamos una estimación a tres años del valor de cada compañía en la que invertimos. Para ello, calculamos, de manera conservadora, los flujos de caja futuros que pensamos que va a generar los próximos tres años el negocio, para así poder calcular el valor futuro de la empresa (entendido este como capitalización bursátil ajustado por la posición financiera neta). Posteriormente, con estos datos, estimamos el múltiplo EV/FCF (valor futuro de la empresa dividido por su flujo de caja libre normalizado, es decir, ajustando este último por partidas extraordinarias) al que cotizaría cada compañía. Por último, fruto del análisis cualitativo que realizamos de cada empresa, asignamos un múltiplo de salida a cada inversión (a cuánto pensamos que merece cotizar cada negocio) y lo comparamos con el dato anterior, para estimar el potencial o atractivo de la inversión. En determinadas ocasiones, dada la naturaleza de las inversiones, se utilizarán otros métodos de valoración generalmente aceptados, tales como la suma de partes, descuento de flujos de caja o múltiplo de precio entre valor contable. En base a este potencial, asignamos los pesos en nuestras carteras.