

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

AGOSTO 2024

AGOSTO 2024

Estimado coinversor,

Finalizamos el segundo trimestre de este 2024 en el que podemos destacar pocas novedades sobre la evolución de los mercados financieros. La realidad es que las dinámicas de euforia en el sector tecnológico persisten, en mayor o menor medida, aupando consigo a los índices bursátiles americanos hasta nuevas cotas y ayudando a que este mercado siga presentando un mejor comportamiento que la mayoría de los principales índices bursátiles del mundo. Dedicaremos la presente carta a ahondar sobre la potencial insostenibilidad de esta circunstancia y a recordar la relevancia de invertir con un elevado margen de seguridad.

En este contexto de mercado, nuestros fondos Horos Value Internacional y Horos Value Iberia se han anotado unas rentabilidades en el trimestre del 0,7% (6,6% en 2024) y del 2,1% (3,2% en 2024), respectivamente. Por supuesto, como habitualmente recalcamos, estos resultados son meramente anecdóticos, ya que nuestro objetivo es conseguir rentabilidades satisfactorias y sostenibles en el largo plazo. De ahí que siempre compartamos también la rentabilidad que Alejandro, Miguel y yo hemos conseguido en nuestra carrera conjunta como equipo gestor. En concreto, en el momento que escribo estas líneas, las rentabilidades acumuladas en estos más de doce años de histórico ascienden a un 281% y un 216% o, lo que es lo mismo, un 11,7% anualizado en la estrategia internacional y un 10,3% en la estrategia ibérica.¹

Estos resultados han permitido que nuestro fondo Horos Value Internacional se sitúe en lo más alto de su categoría en el ranking a 5 años elaborado por la prestigiosa casa de análisis de fondos de inversión Citywire, ocupando Horos Value Iberia el segundo puesto en la suya (ver [aquí](#)). Sin duda, unos datos que refrendan la importancia de invertir con una visión de largo plazo y que nos da energía para seguir siendo fieles a nuestro proceso de inversión.

Reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones

¹ Información a 10 de julio de 2024. El dato incluye los resultados obtenidos por el equipo gestor en su anterior etapa profesional en otra gestora de fondos de inversión (desde el 31 mayo de 2012 para la estrategia internacional y el 30 de septiembre para la estrategia ibérica, hasta el 22 de mayo de 2018 en ambos casos, momento en el que se incorporan a Horos AM). Rentabilidades pasadas, no son garantía de rentabilidades futuras.

Resumen ejecutivo

El margen de seguridad depende siempre del precio pagado. Para cualquier valor [este margen] será elevado a un precio, pequeño a un precio más alto e inexistente a un precio todavía superior.

— Benjamin Graham

El comportamiento de las bolsas en este primer semestre de 2024 ha mantenido las mismas dinámicas de los últimos tiempos, en las que el boom de la inteligencia artificial sigue favoreciendo el crecimiento de las grandes compañías tecnológicas, a la par que alimenta un continuo optimismo sobre el futuro de estas entre la comunidad inversora. En Horos desconocemos si esta tendencia va a proseguir en el futuro y tampoco sabemos cuál será su resultado final. Lo que sí tenemos claro es que una máxima para conseguir rentabilidades satisfactorias y sostenibles en el largo plazo es invertir en situaciones que arrojen un elevado margen de seguridad, como intentaremos recordar a lo largo de esta carta trimestral.

Adicionalmente, como es habitual, comentaremos los movimientos más significativos que se han producido en nuestros fondos. Entre otros, podemos destacar que en Horos Value Internacional hemos iniciado una posición nueva. En concreto, hemos invertido en el conglomerado americano de telecomunicaciones **Liberty Global**. Por otro lado, hemos vendido la totalidad de nuestra posición en la compañía financiera inglesa **S&U**, en el holding inversor **Pershing Square Holdings** y en la compañía de transporte de gas natural licuado **Cool Company**. Así mismo, hemos desinvertido la posición residual que manteníamos en las compañías vinculadas al cannabis **Power REIT** y **Millennium Sustainable Ventures**. Por su parte, hemos incorporado a Horos Value Iberia la SOCIMI **Árma Real Estate**.

Esa idea ilusoria llamada realidad

La realidad es aquello que, incluso aunque dejes de creer en ello, sigue existiendo. No desaparece.

— Philip K. Dick

En la pasada carta trimestral (ver [aquí](#)) repasamos la historia detrás del surgimiento y crecimiento explosivo de los fondos de inversión indexados. En concreto, hablamos del papel que jugaron los trabajos de Bachelier, Samuelson o Fama en el desarrollo de la teoría de la eficiencia de los mercados y su consecuente influencia en la aparición y posterior dominio de entidades como **Vanguard** y **BlackRock**, gestoras de estos productos de gestión *pasiva*. Pues bien, otros académicos, como **Harry Markowitz** y su discípulo **William Sharpe**, desarrollaron, en los años 50 y 60 del pasado siglo, otro marco teórico de enorme trascendencia para el mundo de la gestión de activos financieros. Específicamente, con los distintos ensayos que dedicaron a presentar sus modelos de gestión de carteras (también conocido como "modelo Markowitz") y de valoración de activos financieros (CAPM o "Capital Asset Pricing Model").² En concreto, al explicar cómo puede un inversor estimar la rentabilidad esperada de una acción y cómo distribuir, de la manera más eficiente, una cartera de activos. Estos trabajos de Markowitz y Sharpe los llevarían a alcanzar el mayor reconocimiento académico posible, al ser galardonados en 1990 con el Premio Nobel de Economía. Sin embargo, como muy bien refleja uno de los muchos aforismos atribuidos al jugador de béisbol Yogi Berra:

*En teoría, no hay diferencia entre la teoría y la práctica. En la práctica, sí la hay.*³

¿Por qué digo esto? Porque, como nos recuerda Jaime Rodríguez de Santiago en su muy recomendable libro "**La realidad no existe**", aquello que llamamos realidad es tan sumamente complejo que los humanos no somos capaces de abarcarlo ni, mucho menos, de comprenderlo.⁴ Por eso necesitamos de modelos simplificadores de esta, susceptibles de evolucionar y ser mejorados. Efectivamente, los modelos son unas herramientas extraordinarias y esenciales para ayudarnos a comprender mejor todo lo que nos rodea y, de esta manera, poder aspirar a tomar las mejores

² Markowitz H. (1952) "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, Vol. 7, No 1., pp. 77-91; Sharpe, William F. (1964) "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." *Journal of Finance*. Vol. 19, No. 3, pp. 425-42.

³ De hecho, esta frase también ha sido atribuida, entre otros, al físico Albert Einstein.

⁴ Rodríguez de Santiago, Jaime (2023). *La realidad no existe: Cómo entender el mundo cuando entiendes que no entiendes nada*. AGUILAR.

decisiones. **El problema surge cuando olvidamos que los modelos son simplificaciones de la realidad.**

Entender el mundo empieza por asumir nuestras propias limitaciones para comprenderlo.⁵

¿Por quién doblan las campanas?

Por eso no quieras saber nunca por quién doblan las campanas; ¡están doblando por ti...!

— John Donne

Los conceptos e ideas que plasmaron en sus trabajos Markowitz y Sharpe tienen su utilidad para comprender, de manera intuitiva, aspectos básicos de la inversión, como el binomio rentabilidad-riesgo o qué factores generales influyen en la rentabilidad esperada de una acción. Ahora bien, de ahí a utilizar ciegamente estas simplificaciones, para la toma de decisiones de inversión, existe un enorme abismo. Posiblemente, de todas las simplificaciones utilizadas por Markowitz y Sharpe en sus modelos, las que más daño han podido hacer han sido la asunción de normalidad en la distribución de rendimientos de los activos financieros y la de asimilar la volatilidad como medida del riesgo de una inversión. Sobre la segunda idea, nos queda poco por comentar que no se haya dicho ya en infinidad de ocasiones. Desde Benjamin Graham y su alegoría del Señor Mercado, la comunidad de inversores *value* ha demostrado con creces por qué la volatilidad no equivale a riesgo y, de hecho, por qué casi siempre supone una oportunidad por explotar:

El Sr. Mercado está para servirte, no para guiarte.⁶

Por su parte, la asunción de normalidad hace referencia a la distribución de probabilidad descubierta por Abraham de Moivre en 1733 y popularizada, posteriormente, por Pierre-Simon Laplace y Carl Friedrich Gauss. Este método estadístico establece que muchos fenómenos pueden explicarse y estimarse conociendo su media y su varianza (dispersión frente a su media). La representación gráfica de su función de densidad es una campana, por lo que también suele conocerse como **campana de Gauss**. En esta distribución normal (y esto es lo interesante que quiero destacar) las mediciones más extremas son altamente improbables y, además, tienen poco impacto sobre la media. Pensemos,

⁵ *Idem.*

⁶ Carta de Warren Buffett a los accionistas de Berkshire Hathaway en 1987. <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html>

por ejemplo, en una muestra de miles de personas a las que medimos su estatura. Las personas más altas y bajas no afectan demasiado a la media de esa muestra. Lo mismo sucede con su esperanza de vida. Podemos asumir, por tanto, que su distribución es normal. Empero, aquí reside el quid de la cuestión: que esta herramienta estadística sea idónea para determinados ámbitos, no hace que tenga sentido en cualquiera.

Desde luego, pierde todo su poder descriptivo y predictivo en el mundo de la inversión e ignorar esta realidad ha sido responsable, en gran parte, de históricos colapsos financieros, como la caída del Long-Term Capital Management o la implosión de infinidad de carteras que se gestionaban en base al modelo VAR (una evolución de las ideas de Markowitz) y similares en la Gran Recesión de 2008.⁷ **Nos guste o no, los mercados financieros no pertenecen al mundo normal de Gauss, sino al de los extremos** o, siguiendo a Nassim N. Taleb, a la provincia de *Extremistán*.⁸

Un mundo de extremos

En este libro, el apodo con el que se la conoce es GFI: Gran Fraude Intelectual.
— Nassim N. Taleb, sobre la campana de Gauss

Pero ¿qué es eso de *Extremistán*? Para explicarlo, Taleb introduce también otra provincia más vulgar y aburrida, como su propio nombre indica: *Mediocristán*. En esta provincia, no existen grandes diferencias ni eventos extremos de gran impacto. La medición de la altura o la esperanza de vida de los humanos, que veíamos antes, serían ejemplos de ello. También la distribución de ingresos de profesiones cuyo producto o servicio no es muy escalable, como el de un fontanero o el de un taxista. En esta provincia de *Mediocristán* impera la tiranía del colectivo y, por eso, la campana de Gauss sí tiene cabida como modelo descriptivo y predictivo. Sin embargo, *Extremistán* es justo un mundo totalmente diferente. En esta provincia, una unidad puede afectar al conjunto al que pertenece de manera desproporcionada. Por supuesto, también aquello con menos probabilidades de suceder. De ahí que este tipo de universos sea más proclive a sufrir los famosos **cisnes negros talebianos** (sucesos improbables y no predecibles de gran impacto).

Otra característica muy interesante de *Extremistán* es que, en esta provincia, se producen dinámicas de concentración derivadas de su escalabilidad. Pensemos, por

⁷ Mayer, T. (20 de mayo de 2021). Por qué la Teoría Financiera Moderna está condenada al fracaso. *FundsPeople*.

⁸ Taleb, N. N. (2008). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable (English Edition)*. Versión Kindle. Penguin.

ejemplo, en el éxito cosechado por los escritores de novelas. ¿Cuántos superventas existen sobre el total de personas que publican una novela cada año? Muy pocos. El grueso de las ventas en España está acaparado por autores como Pérez-Reverte, Gómez-Jurado o Posteguillo, por citar algunos que me vienen ahora a la cabeza. Por tanto, las ventas totales de libros y su promedio se ven muy afectados por estos escasos superventas. Como muchos habrán pensado leyendo estas líneas, la misma dinámica se produce con la distribución de la riqueza, como ya anticipó en 1906 el economista italiano **Vilfredo Pareto**. En concreto, Pareto observó que, aproximadamente, el 80% de las tierras se concentraba en manos del 20% de la población italiana.⁹ Este principio, que pasaría a la posteridad como el principio de Pareto o la regla 80/20, fue extendiendo su aplicación a diversos dominios, como el de la salud o la productividad, demostrando su eficacia explicativa. Por supuesto, estos porcentajes no son rígidos, pero el sentido general del principio siempre prevalece.

Si nos centramos en los mercados financieros, existen un sinfín de estudios que demuestran que no estar invertidos, *únicamente*, en los diez días de mejor comportamiento del mercado a lo largo de toda una década puede tener un impacto negativo dramático sobre nuestra rentabilidad.¹⁰ O, dicho de otra manera, unos pocos días son responsables de una parte muy sustancial de la rentabilidad que cosecha el mercado en el largo plazo. **Hete aquí la futilidad y el peligro de intentar anticipar los movimientos del mercado y por qué recomendamos a nuestros partícipes realizar aportaciones periódicas.** En definitiva, los fenómenos que tienen lugar en la provincia de *Extremistán* no se rigen por los principios normales de la campana de Gauss, sino que muestran dinámicas como las contempladas por Pareto y su ulterior principio. En rigor, la distribución normal probabilística deja su paso a las llamadas **leyes potenciales**.

Un área de inversión gobernada, claramente, por estas leyes es el *venture capital*. En este ámbito, los gestores de estos productos invierten en compañías no cotizadas y que, habitualmente, acaban de iniciar su andadura como negocio o que todavía necesitan de aportaciones de capital para incrementar su crecimiento y consolidar su posicionamiento en el sector en el que operan. Al tratarse de empresas por hacer, lo más habitual es que muchas de ellas no sobrevivan. Por este motivo, las carteras de un producto de *venture capital* suelen mostrar un comportamiento como el descrito por las leyes potenciales, donde un pequeño

⁹ Pareto, V. (1896–1897). *Cours d'Économie Politique* (in two volumes). F. Rouge (Lausanne) & F. Pichon (Paris).

¹⁰ Stevens, P. (24 de mayo de 2021). This chart shows why investors should never try to time the stock market. *CNBC*.

porcentaje de las inversiones es responsable de la práctica totalidad de la rentabilidad de su cartera.¹¹

Ahora bien, ¿este tipo de comportamientos en los resultados de las inversiones de los productos de *venture capital* es extrapolable también a otros entornos más "mundanos", como puede ser el de los índices bursátiles? Se trata, sin duda, de una pregunta muy pertinente a tenor de lo que está sucediendo, desde hace un tiempo, en los mercados de renta variable.

¿Un fenómeno nunca visto?

Es posible tener demasiado de algo bueno.

— Esopo

Como ya hemos ido destacando en las últimas cartas trimestrales (ver [aquí](#)), el mercado de valores americano ha vivido los últimos años un incremento muy sustancial en su concentración. Así, las 5 compañías de mayor capitalización del índice **S&P500** suponen alrededor del 29% del valor de este mercado, frente al 16% a inicios de 2020 o el 12% de 2017.¹² Esta mayor concentración, así como la rapidez con la que se ha producido, ha levantado suspicacias alrededor de su sostenibilidad. Por este motivo, Michael Mauboussin (uno de los analistas de mercado que más respetamos) y Dan Callahan publicaron, recientemente, un estudio en el que abordaban esta cuestión.¹³ En este trabajo, Mauboussin y Callahan llegan a algunas conclusiones muy interesantes. Por un lado, comentan que, si bien la concentración actual del mercado americano es elevada, también lo fue en los años 30 y 60 del pasado siglo, con lo que tenemos precedentes históricos similares. No sólo eso, aunque el foco esté puesto en los índices americanos por su relevancia, la realidad es que muchos otros índices cuentan con una diversificación muy inferior. Por ejemplo, la capitalización bursátil de las 10 mayores compañías de las bolsas de Suiza, Francia, Australia, Alemania o Reino Unido suponían entre el 35% y el 60% de sus respectivos mercados a cierre de 2023. Por otro lado, a mi entender más relevante, dedican algunas páginas a analizar si esta concentración está o no sustentada por fundamentales o, dicho de otra manera, si existen indicios de burbuja bursátil en estas compañías.

¹¹ Para conocer la apasionante historia del venture capital, recomiendo la lectura de Mallaby, S. (2022). *The Power Law: Venture Capital and the Art of Disruption*. Penguin.

¹² Goldman Sachs Global Investment Research (18 de julio de 2024). Market Capitalization of Five Largest Companies as share of S&P 500 Total. *ISABELNET*.

¹³ Mauboussin, M. J. y Callahan, D. (4 de junio de 2024). Stock Market Concentration How Much Is Too Much? *Morgan Stanley Investment Management*.

Para ello, los dos autores analizan la contribución en términos de beneficio económico de las diez mayores compañías del mercado americano frente al resto.¹⁴ En este sentido, el resultado es contundente: estas diez entidades aportaron el 69% de todo el beneficio económico de la bolsa americana en 2023. Este mismo estudio muestra que, en los últimos diez años, la contribución promedio fue del 47%. En definitiva, **estas empresas han generado una creación de valor y de beneficios para sus accionistas muy superior a los del resto del mercado.** En efecto, si miramos qué compañías componen ese selecto grupo de elegidas, llegaremos a la conclusión de que (casi) todas cuentan con excelentes negocios, con unas ventajas competitivas y barreras de entrada difícilmente superables en los últimos años y que, además, se han visto enormemente favorecidas, directa e indirectamente, por el auge de la inteligencia artificial. **Nvidia, Alphabet, Microsoft, Amazon o Apple** han visto crecer su generación de caja año tras año, aprovechando un viento de cola que parece no tener visos de terminarse. Fruto de todo ello, el comportamiento bursátil de estas compañías ha sido estelar. Para muestra un botón: en lo que llevamos de 2024, las cinco empresas que acabo de nombrar se anotan, en promedio, un 41% de rentabilidad. Esta cifra se compara con el 19% del S&P500 o el 11% promedio de las otras 495 empresas que componen este índice.¹⁵ Obviamente, esta evolución tan dispar está dificultando enormemente la vida a aquellos gestores activos que se han mantenido fuera de estas compañías los pasados años, como ya tratamos de mostrar en la pasada carta trimestral.

Precisamente, este es el último punto destacable del estudio de Mauboussin y Callahan. En todos aquellos periodos en los que la concentración del índice americano ha ido en aumento, la gestión activa ha tenido casi imposible superar o, incluso, acercarse al desempeño de este. Ahora bien, **una cosa es si existe o no un exceso de concentración en los índices bursátiles americanos o si hay indicios de burbuja y otra, muy distinta, si las expectativas sobre la evolución futura de los negocios de estas compañías dejan un suficiente margen de seguridad.** De lo contrario, esta dinámica de concentración puede revertirse, lo que tendría profundas implicaciones para el comportamiento de los mercados y, por supuesto, para el desempeño de los gestores activos que nos separamos de estos índices.

Nadie sabe adónde iremos a partir de aquí, pero las evaluaciones de la ventaja competitiva y el crecimiento sostenibles serán fundamentales para determinar ese camino.¹⁶

¹⁴ Mauboussin y Callahan definen aquí beneficio económico como creación de valor (es decir, exceso de la rentabilidad del capital invertido sobre el coste de capital del negocio o ROIC – WACC) multiplicada por capital invertido. Por tanto, **Beneficio Económico = (ROIC – WACC) x Capital Invertido.**

¹⁵ Goldman Sachs Global Investment Research (19 de julio de 2024). Indexed Return. *ISABELNET.*

¹⁶ Mauboussin, M. J. y Callahan, D. (4 de junio de 2024). *Idem.*

¿Tienes algo de (e)Nvidia?

Al final, los árboles no crecen hasta el cielo y pocas cosas llegan a cero. Más bien, la mayoría de los fenómenos resultan ser cíclicos.

— Howard Marks

Como muchos de los lectores de nuestras cartas trimestrales habrán notado, este ha sido un tema tratado, bajo distintos prismas, a lo largo del último año, por lo que no vamos a ahondar en ideas ya comentadas. Sencillamente, me limitaré a recordar que el boom de la **inteligencia artificial** ha despertado un enorme interés de la comunidad inversora en las grandes compañías tecnológicas americanas (ver **aquí**); que los mercados son **sistemas adaptativos complejos** y la falta de heterogeneidad latente en los índices americanos puede estar convirtiendo estos mercados en más frágiles y susceptibles de sufrir una importante reversión en su comportamiento (ver **aquí**); y, por último, que el auge de la **gestión indexada** podría estar teniendo un relevante impacto en esta dinámica (ver **aquí**). Sin embargo, sí que me gustaría hacer hincapié en los peligros de presuponer unas expectativas demasiado elevadas en la futura evolución de las compañías o, dicho de otra manera, por qué invertir con un menor margen de seguridad puede resultarnos fatal como inversores. Para ello, voy a presentar tres ejemplos históricos que muestran lo que acontece tras una divergencia de comportamiento de mercado sostenida en el tiempo, entre distintas temáticas de inversión, o cuando un sector o perfil de compañía cotiza con una valoración que deja un insignificante margen para la decepción en la evolución futura de su negocio.

Empecemos por lo que sucedió a finales de los **años 90**, cuando el auge de internet aupó al sector tecnológico americano en bolsa, arrastrando a sus índices de manera irracional y formando la archiconocida burbuja de las puntocom. Todos conocemos el desenlace de esta historia. Sin embargo, lo que suele obviarse de este periodo cuando uno lo recuerda es lo que sucedió con otros mercados; más específicamente con la bolsa de las economías emergentes y, en concreto, con las de los mercados asiáticos. Precisamente en aquellos años, algunos de estos países del sudeste asiático, que habían sido bautizados como los **Tigres Asiáticos** por su espectacular crecimiento, vivieron una de las mayores crisis financieras del pasado siglo, propiciando grandes devaluaciones en sus divisas, una fuerte contracción económica y el consecuente desplome de sus activos financieros. Este caldo de cultivo fue perfecto para una divergencia de comportamiento entre el mercado bursátil americano y el de las bolsas asiáticas, como bien recuerda la gestora Packer & Co en su última carta trimestral o el gestor Richard Lawrence en su

excelente libro *The Model*.¹⁷ Con el pinchazo de la burbuja de las puntocom y el resurgir de Asia, las tornas terminaron cambiando y los mercados emergentes presentaron uno de los mejores comportamiento relativos y absolutos de su historia. Como bien nos recuerda Lawrence en su libro:

*Las valoraciones se vuelven tan atractivas al final de los mercados bajistas, que años después te preguntas cómo las acciones se pusieron tan baratas.*¹⁸

Un segundo ejemplo, mucho más reciente, lo vivimos en el periodo de confinamiento más intenso a nivel global que vivimos durante la **pandemia** del coronavirus. En aquellos momentos, negocios más adaptados para prosperar bajo esas circunstancias extremas vivieron una revalorización vertiginosa en sus capitalizaciones bursátiles, hasta alcanzar niveles que devinieron insostenibles. En aquellos momentos, ya alertamos de por qué pensábamos que compañías como **Zoom Video Communications** ("Zoom"), especializada en dar un servicio de videoconferencias, o **Peloton Interactive** ("Peloton"), con un negocio enfocado a facilitar el ejercicio físico desde casa, estaban descontando unos crecimientos en sus beneficios a todas luces irracionales:

*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.*¹⁹

Hoy **Zoom** cuenta con un valor bursátil un 80% inferior al de aquellos momentos, mientras que **Peloton** se deja más de un 95%. Las conclusiones de este ejemplo resultan evidentes. Por un lado, si la valoración del mercado descuenta un escenario irracional, eventualmente la cotización terminará corrigiendo es exceso. Por otro lado, incluso más relevante, uno puedo acertar sobre la buena marcha futura de una compañía (**Zoom** ha generado más de 1.000 millones de caja anuales los últimos tres años), pero el precio pagado por ese negocio determinará nuestra rentabilidad como inversores.

Uno podría pensar, con razón, que estamos hablando de ejemplos muy extremos. En el primero apoyándonos en la comparación de una burbuja bursátil frente a unos mercados azotados por una gran crisis financiera y en el segundo en una pandemia, donde el miedo y el corto plazo pudo alimentar ciertas dinámicas insostenibles. Aunque creo que estas verdades no restan un ápice de validez a

¹⁷ Investigator Trust June 2024 Report. Packer & Co (ver [aquí](#)); Lawrence, Jr., R. H. (2021). *The Model: 37 years investing in Asian equities*. Harriman House.

¹⁸ Lawrence Jr., R.H. (2021). *Idem*.

¹⁹ Carta a los inversores 3T20 (ver [aquí](#)).

ambos casos, he querido dejar para el final el ejemplo de las compañías aparentemente indestructibles y que, durante largos periodos de tiempo, los inversores tienden a valorarlas como tal. Sin ir más lejos, hace seis años, en nuestra I Conferencia Anual para Inversores (ver [aquí](#)), comentamos el caso paradigmático del sector del **tabaco**. Durante décadas, el mercado valoró estas compañías con múltiplos elevadísimos, dando por sentado una certidumbre perenne en su capacidad de generación de caja. No obstante, los cambios estructurales en su consumo y la aparición de alternativas reales propiciaron la clásica contracción de múltiplos a los que estas entidades cotizan en bolsa. Así, empresas que siempre eran valoradas entre las 20 y las 30 veces sus beneficios, pasaron a cotizar a múltiplos de poco más de 10 veces. El tabaco no es el único sector que ha vivido esta situación. Más recientemente, salvando las distancias, estamos viviendo una dinámica similar en el sector del consumo de **bebidas alcohólicas premium**. Así, compañías como **Diageo** (dueña de marcas como Johnnie Walker, Smirnoff, Tanqueray o un porcentaje de Moët Hennesy), **Pernod Ricard** (Absolut, Beefeater, Chivas o Jameson, entre otras) y **Brown-Forman** (Jack Daniels o Woodford) han visto cómo su cotización se desploma entre un 35% y un 40% en los últimos meses, tras años de ascensos continuados y valoraciones cada vez más injustificadas, por el enfriamiento del consumo en China. Un buen recordatorio de la importancia de invertir con margen de seguridad.

¿Queremos decir con todo esto que las compañías tecnológicas cotizan a una valoración disparatada y que lo único que puede suceder es que sufran una fuerte corrección? Desde luego que no. Desconocemos absolutamente el comportamiento futuro de cualquier compañía en bolsa y somos muy conscientes de que las grandes tecnológicas son excelentes negocios. De hecho, hemos sido durante muchos años accionistas de algunas de estas compañías. Sin embargo, seguimos viendo indicios claros de exuberancia o de insostenibilidad en ciertas dinámicas del mercado. ¿Es normal que una compañía como **Apple** se anote un 7,5% de subida (el equivalente a 215.000 millones de dólares) por anunciar en una conferencia para desarrolladores sus planes de servicios apoyados por la inteligencia artificial? ²⁰ ¿Tiene lógica que el fabricante de vehículos eléctricos **Tesla** vea cómo se revalorizan sus acciones cerca de un 90% en menos de tres meses, sencillamente porque su consejero delegado volviese a anunciar el inminente (ya retrasado) lanzamiento de su servicio de robotaxis? ²¹ ¿Hasta dónde es coherente que **Nvidia** (fabricante de chips) haya llegado a ser la compañía más valiosa del mundo, tras anotarse un 800% de revalorización en año y medio, y que su consejero delegado parezca una estrella del rock que hasta firma autógrafos en algún escote? ²²

²⁰ Mozee, C. (11 de junio de 2024). Apple market cap surges \$215B in rally to record high - where AAPL stands among Mag 7 YTD. *Seeking Alpha*.

²¹ Gonzales, F. (25 de julio de 2024). Tesla's stock falls amid disappointing results and delayed robotaxi. *BPM*.

²² Cranz, A. (5 de junio de 2024). Here's Jensen Huang signing a woman's chest. *The Verge*.

No estamos aquí para gritar que el emperador está desnudo. Dicho esto, nuestro trabajo es y siempre será ser fieles a nuestro proceso de análisis y selección de compañías e invertir, únicamente, en aquellas que arrojen un elevado margen de seguridad. A nuestro entender, es más fácil encontrarlo, desde hace tiempo, en otro perfil de compañías. A comentar algunas de estas inversiones, dedicaré la parte final de la presente carta.

Movimientos más destacados

Evitar la certidumbre puede apartarte de problemas. Recomiendo hacerlo encarecidamente.

— Howard Marks

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

HOROS VALUE INTERNACIONAL

Reducciones/salidas:

FINANCIERO (14%) Y HOLDINGS Y GESTIÓN DE ACTIVOS (23%)

Posiciones comentadas: AerCap (1,5%), S&U (venta) y Pershing Square Holdings (venta)

Este trimestre hemos continuado con la reducción de nuestra exposición a la compañía de alquiler de aviones **AerCap**, tras proseguir su buena marcha bursátil en estos últimos meses. Aunque continuamos pensando que la compañía cotiza a niveles interesantes y, como hemos destacado en otras ocasiones, cuenta con uno de los mejores equipos directivos gestionando el capital de la empresa, pensamos que existen hoy otras alternativas con mayor atractivo.

Por otro lado, hemos desinvertido totalmente en la compañía inglesa especializada en financiar la compra de vehículos de segundo mano, **S&U**, y en el holding de inversiones gestionado por Bill Ackman y su equipo, **Pershing Square Holdings**. En el caso de **S&U**, el relativo deterioro de su negocio, derivado de la debilidad económica de Reino Unido y de los impactos e incertidumbre ocasionados por la nueva regulación en su sector, nos ha llevado a ser más cautos con nuestra valoración de la compañía. Esto, unido a una menor negociabilidad (liquidez) de su valor que otras alternativas de la cartera, explica nuestra venta. Por su parte, el

vehículo de Ackman ha presentado un excelente comportamiento en bolsa, lo que ha reducido su potencial.

MATERIAS PRIMAS (12%)

Posiciones comentadas: Cool Company (vendida)

Así mismo, hemos vendido nuestra posición en la compañía de transporte de gas natural licuado **Cool Company**, para destinar el capital a inversiones con más potencial tras una excelente evolución bursátil.

OTROS

Posiciones comentadas: Power REIT (vendida) y Millennium Sustainable Ventures (vendida)

Por último, este trimestre hemos vendido también nuestras posiciones residuales en las compañías **Power REIT** y **Millennium Sustainable Ventures**. Ambas entidades han sido incapaces de sobreponerse al colapso de precios vivido por el sector del cannabis en Estados Unidos, llevándolas a una situación financiera inmanejable.

Incrementos/entradas:

HOLDINGS Y GESTIÓN (23%)

Posiciones comentadas: Liberty Global (4,9%), Azimut Holding (2,9%), Petershill Partners (2,8%) y Affiliated Managers Group (2,5%)

Trimestre de movimientos relevantes en esta temática, donde hemos iniciado una nueva inversión en **Liberty Global** e incrementado nuestra exposición a **Azimut Holding, Petershill Partners** y **Affiliated Managers Group**.

Liberty Global es un holding de compañías europeas de telecomunicaciones, con presencia en Reino Unido, Irlanda, Suiza, Bélgica y Países Bajos, entre otros. El vehículo está presidido y controlado por el celeberrimo "cowboy del cable" John Malone, cuya gestión de capital a lo largo de las últimas décadas ha generado un enorme valor para los accionistas de sus distintas empresas. Fiel a su filosofía de preferir pagar intereses (siempre endeuda negocios con flujos de caja estables y predecibles) a impuestos, **Liberty Global** ha recomprado el 60% de sus acciones propias en los últimos 7 años por unos 14.000 millones de dólares (como referencia, en estos momentos la compañía capitaliza unos 7.000 millones de dólares). Pese a ello, **Liberty Global** ha presentado un comportamiento errático y negativo los

Últimos tiempos, derivado de la anodina marcha de sus negocios de telecomunicaciones. Tampoco está ayudando a destapar valor su compleja estructura de capital, con tres tipos diferentes de acciones.

Frente a esto, nos encontramos con un holding que cotiza con un descuento muy elevado frente al valor de sus inversiones y cuyo equipo directivo, consciente de ello, está tomando medidas para destapar ese valor (al margen de la ya mencionada recompra de acciones). En concreto, el pasado año anunciaron una batería de medidas estratégicas encaminadas en esta dirección, siendo la más relevante la escisión de su filial suiza de telecomunicaciones (Sunrise) programada para el segundo semestre de este año, con una valoración equivalente a 11 o 12 dólares por acción, y que se entregará a los accionistas como dividendo. Esta cifra se compara con una cotización de alrededor de 18 dólares para todo **Liberty Global**, en el momento en el que iniciamos nuestra posición. Por tanto, si nada cambia, el resto de **Liberty Global** pasaría a estar valorado por el mercado en unos 7 dólares por acción, una vez que se reparta como dividendo, frente a una valoración que estimamos para el grupo ex Sunrise de 18 dólares por acción. Este gran potencial, unido a ir de la mano de un equipo directivo que recompra acciones continuamente y que está tomando medidas para destapar valor, nos ha animado a situarla como una de las principales inversiones de Horos Value Internacional.

Por su parte, hemos incrementado nuestra inversión en la entidad italiana de asesoramiento, distribución y gestión de activos **Azimut Holding**, así como en las entidades inversoras en gestoras de activos **Petershill Partners** y **Affiliated Managers Group**, por su mayor atractivo en términos de rentabilidad-riesgo frente a otras alternativas presentes en cartera.

HOROS VALUE IBERIA

Reducciones/salidas:

INDUSTRIAL (29%):

Posiciones comentadas: Iberpapel Gestión (4,8%)

Este trimestre hemos reducido algo nuestra inversión en el grupo papelerero **Iberpapel**. El motivo no es otro que la aparición de otras oportunidades de inversión más atractivas.

Incrementos/entradas:

OTROS

Posiciones comentadas: NH Hotel Group (4,8%) y Árima Real Estate (2,1%)

Este trimestre, la compañía que más ha visto incrementar su peso en el trimestre es **NH Hotel Group**. Ya explicamos la tesis de inversión en la pasada carta trimestral, por lo que no lo repetiremos aquí. Por otro lado, hemos iniciado una nueva inversión en la SOCIMI **Árima Real Estate**. El motivo no es otro que el descuento con el que cotiza frente a la OPA lanzada por la SOCIMI **JSS Real Estate** a mediados de mayo a 8,61 euros por acción. El precio ofertado es sustancialmente inferior al valor neto de los activos de la compañía (11,3 euros por acción a cierre de diciembre), por lo que tampoco podemos descartar una mejora en las condiciones ofertadas por la entidad controlada por el banco suizo J. Safra Sarasin.

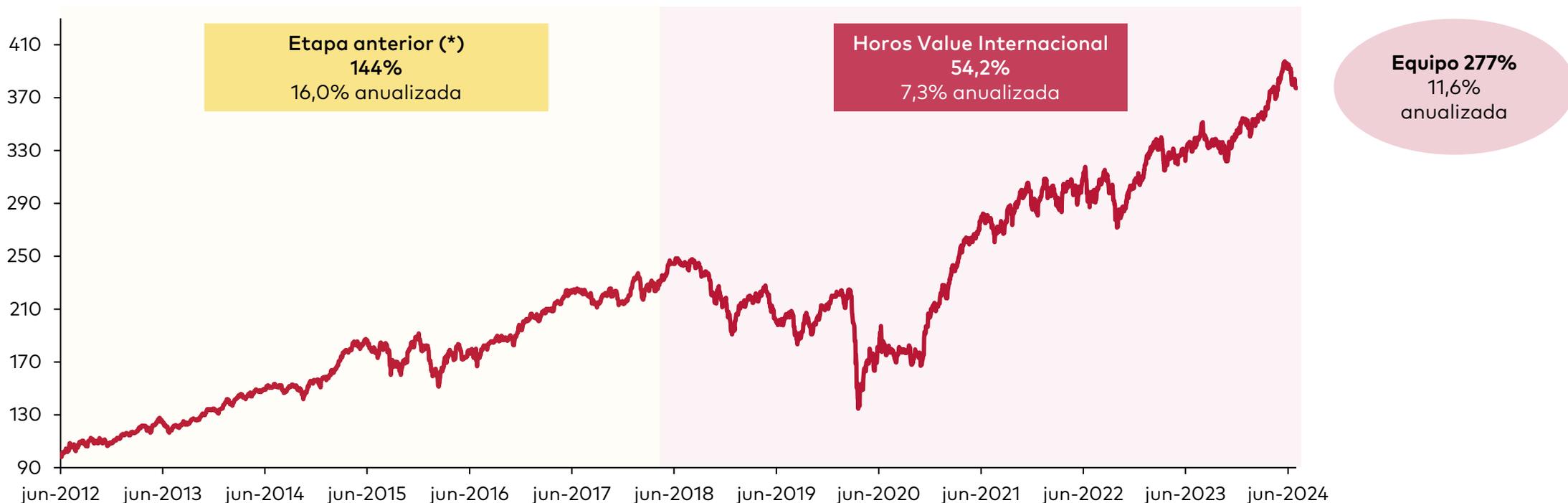
Actualidad

En cuanto a la actividad más destacable de Horos en lo que llevamos de año, este trimestre Miguel explicó nuestra tesis de inversión en la compañía de restauración china **Ajisen China Holdings** en el canal de YouTube del Loco del Dividendo (ver [aquí](#)). Así mismo, Miguel y Alejandro realizaron el clásico repaso de los movimientos de nuestras carteras del primer semestre de 2024, en un webinar de **Rankia** (ver [aquí](#)).

Adicionalmente, me gustaría destacar dos novedades muy relevantes para Horos que se han producido a lo largo del mes de julio. Por un lado, tras seis años de proyecto, hemos realizado una importante renovación de nuestra **página web** (ver [aquí](#)), intentando darle un "toque" más informativo para sus usuarios. Por otro, se ha incorporado a la gestora **Arturo Carrasco** como responsable de desarrollo de negocio. Estamos encantados con su llegada al equipo. ¡Bienvenido Arturo!

Rentabilidades

Rentabilidad histórica del equipo gestor en la **estrategia internacional**



Los datos engloban el periodo 31 de mayo de 2012 a 30 de junio de 2024.

Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de mayo de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

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 ibérica**



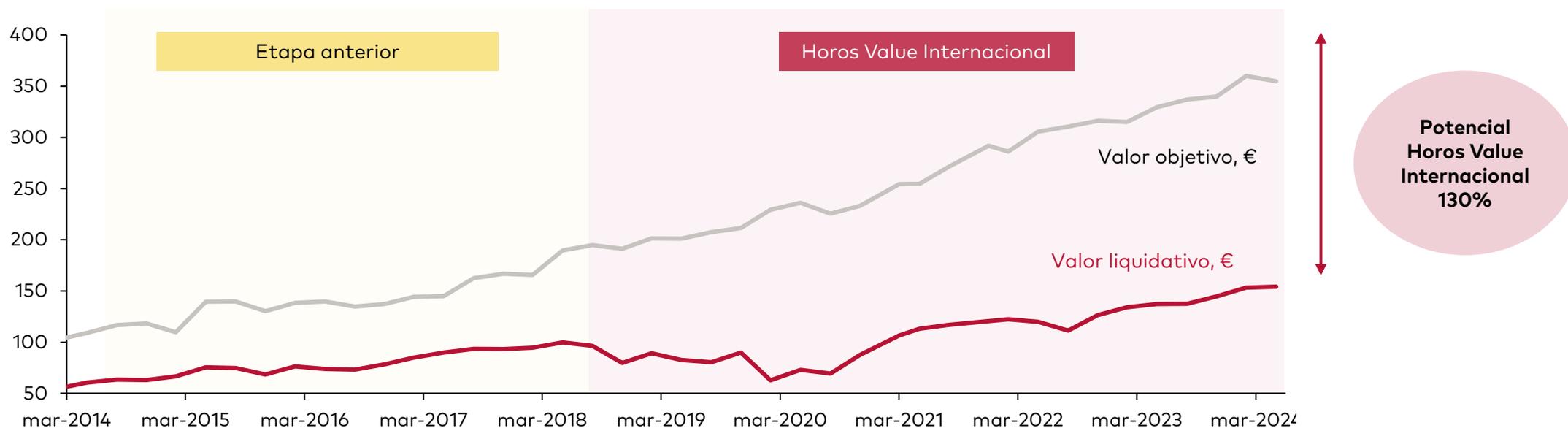
Los datos engloban el periodo 30 de septiembre de 2012 a 30 de junio de 2024.

Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de septiembre de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

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

Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



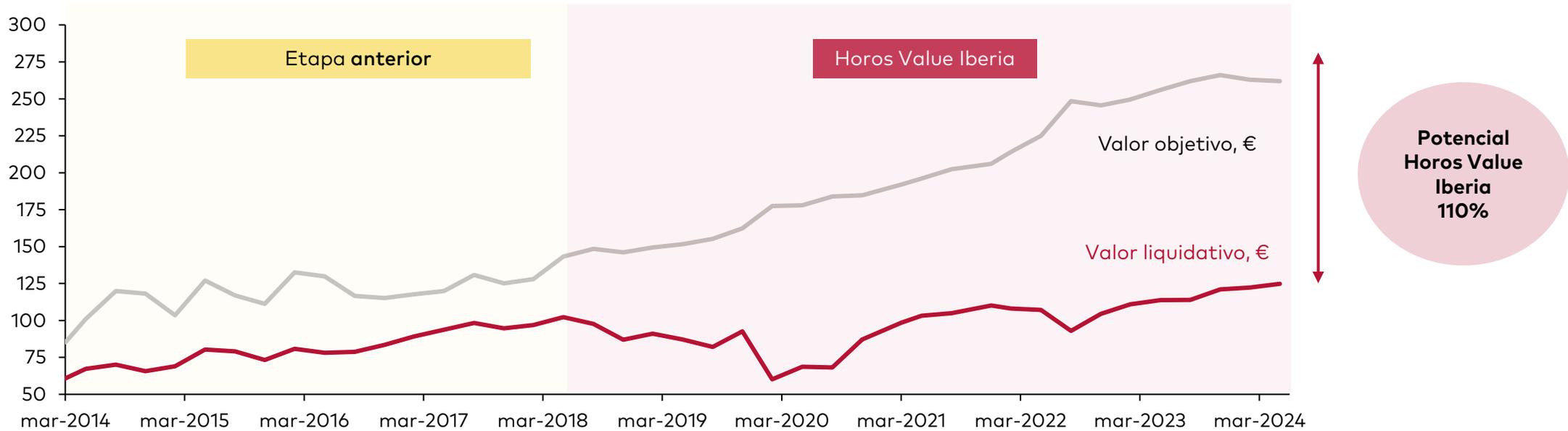
Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 30 de junio de 2024.

Los datos "etapa anterior" corresponden al periodo en el que equipo gestor de Horos trabajó en otra gestora de fondos de inversión diferente. Para su cálculo se han utilizado las rentabilidades de ese periodo y, como base para la obtención del valor liquidativo simulado de esa etapa, el valor liquidativo de Horos Value Internacional del 23 de mayo de 2018, momento en el que se incorpora al proyecto el equipo gestor.

Para el cálculo del valor objetivo 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.

Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 30 de junio de 2024.

Los datos "etapa anterior" corresponden al periodo en el que equipo gestor de Horos trabajó en otra gestora de fondos de inversión diferente. Para su cálculo se han utilizado las rentabilidades de ese periodo y, como base para la obtención del valor liquidativo simulado de esa etapa, el valor liquidativo de Horos Value Iberia del 23 de mayo de 2018, momento en el que se incorpora al proyecto el equipo gestor.

Para el cálculo del valor objetivo 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.

Top 10 posiciones
Horos Value Internacional

Posición	Peso	Sector
Catalana Occidente	5,0%	Financiero
Liberty Global	4,9%	TMT
Naspers	4,6%	TMT
Ayvens	4,2%	Financiero
TGS Nopec	3,6%	Petróleo y Gas
Atalaya Mining	3,4%	MMPP
Semapa	3,2%	Holding
Talgo	3,1%	Ingeniería
Sun Hung Kai And Co	3,0%	Financiero
Azimut	2,9%	Financiero

Top 10 posiciones
Horos Value Iberia

Posición	Peso	Sector
Catalana Occidente	7,6%	Financiero
Semapa	6,4%	Holding
Horos Value Internacional	6,0%	Otros
Alantra Partners	5,2%	Financiero
NH Hotel Group	4,9%	Consumo cíclico
Iberpapel	4,8%	Industrial
Talgo	4,5%	Ingeniería
Meliá Hoteles	4,3%	Consumo cíclico
Atalaya Mining	4,3%	MMPP
Elecnor	4,2%	Ingeniería