

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

ENERO 2024

ENERO 2024

Estimado co-inversor,

Antes de nada, quiero aprovechar esta carta para desearle lo mejor para este nuevo año. Por nuestra parte, hemos terminado el 2023 de enhorabuena por partida doble. Por un lado, nuestros fondos de inversión han finalizado el ejercicio en máximos históricos. Esto se traduce en que, en los más de once años que Alejandro, Miguel y yo hemos formado equipo gestor, nuestras rentabilidades acumuladas sean del 254% y del 203%: un 11,5% anualizado en la estrategia internacional y un 10,3% en la estrategia ibérica, respectivamente, superando en ambos casos a sus índices de referencia.¹ Por otro lado, la familia de productos de Horos continúa creciendo, con la incorporación de **Horos Internacional Empleo PPE** y, previsiblemente en un corto periodo de tiempo, de **Horos Internacional Autónomos PPES**, dos planes de empleo que darán una solución de ahorro de largo plazo a empleados por cuenta propia y ajena, que replicarán nuestra exitosa estrategia internacional.

Si ponemos más el foco en el corto plazo, en este 2023 nuestros fondos han cosechado rentabilidades del 14,3% en el caso de Horos Value Internacional (frente al 18,1% de su índice comparable) y del 15,7% para Horos Value Iberia (frente al 24,5% de su índice de referencia). Sin duda, como veremos a lo largo de este documento, estamos ante un ejercicio muy atípico, en el que distintos factores (algunos insostenibles) han aupado sobremanera a los activos financieros globales. Por nuestra parte, continuamos invirtiendo fieles a nuestra filosofía, intentando siempre localizar y explotar aquellas ineficiencias que se generen en el mercado de la manera más ventajosa posible, en aras a cumplir con nuestro objetivo de obtener unas rentabilidades que sean satisfactorias y sostenibles en el largo plazo.

Como siempre, muchas gracias por su confianza.

Reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones

¹ 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

En la mayoría de los casos, la valoración es el propio catalizador.

— Mohnish Pabrai

2023 ha sido un ejercicio muy atípico en el que, con todo en contra, los mercados de renta variable han presentado un excelente comportamiento. Aunque parte de esta evolución ha venido condicionada por el extraordinario desempeño de las grandes compañías tecnológicas americanas, la realidad es que en los últimos dos meses del año asistimos a importantes subidas en la mayoría de los activos cotizados. ¿La razón fundamental? Un giro en las expectativas sobre la evolución próxima de los tipos de interés fijados por los bancos centrales. Este 2023 ha sido también, por tanto, un año que nos recuerda por qué hacer predicciones de cualquier tipo resulta inútil a la hora de invertir. Por el contrario, la esencia de la inversión con sentido común, de la que hacemos gala en Horos, sigue siendo buscar ineficiencias en los mercados y tratar de explotarlas al máximo. En muchas ocasiones, estas ineficiencias se cerrarán con la aparición de algún catalizador, como demuestran muchas de nuestras inversiones. En otras ocasiones, como defiende el inversor Mohnish Pabrai, la valoración será el propio catalizador. De todo ello, hablaremos en esta última carta trimestral de 2023.

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 vendido nuestra posición en la compañía de carbón térmico **Geo Energy Resources** y en la empresa de carbón metalúrgico **Ramaco Resources**. A su vez, hemos iniciado una posición en la entidad americana inversora en gestoras **AMG**. Por su parte, en Horos Value Iberia hemos desinvertido la totalidad de nuestra posición en la compañía **Inmobiliaria del Sur** y en la empresa papelera portuguesa **The Navigator Company**. Por el contrario, hemos invertido por primera vez en la compañía hotelera **NH Hotel Group** y retomado, solo unos meses después de haber desinvertido, nuestra inversión en el fabricante de envases de vidrio **Vidrala**.

De un *annus horribilis* a un *annus mirabilis*

Ahora con mayor grandeza que un humano y más Augusta, de sus llamas se alza la nueva deidad.

— John Dryden (“*Annus Mirabilis*”)

El verso que encabeza el inicio de esta última carta trimestral de 2023 forma parte del poema que John Dryden - poeta, dramaturgo y crítico literario inglés del siglo XVII - publicó en 1667 en honor a Londres, una ciudad que ese año había padecido un terrible incendio que arrasó con todo, así como una epidemia de peste bubónica que mataría a más de la quinta parte de su población. Pese a estos infortunios, Dryden escribió un poema de carácter optimista, al que tituló "*Annus Mirabilis: el Año de las Maravillas*".² Esta expresión latina, posiblemente popularizada desde ese momento, se ha utilizado habitualmente para hacer referencia a esos momentos milagrosos, en los que sucede algo imprevisto y extraordinario. El destino quiso que, precisamente en 1666, un joven Isaac Newton huyese de la peste que también asolaba a la ciudad de Cambridge y se recluyera en Woolsthorpe, la aldea donde se encontraba emplazada su casa materna. En los 18 meses que estuvo retirado, Newton vivió una explosión creativa sin precedentes, en la que inició el cálculo infinitesimal y diferencial, realizó un análisis del espectro de la luz y concibió sus famosas leyes de la gravitación universal. Un año único en la historia de la ciencia, que pasaría a ser recordado como el *annus mirabilis* de Newton.³ Tendrían que pasar más de dos siglos, antes de que la física viviera una revolución similar. Así, en 1905, un veinteañero desconocido, que trabajaba como funcionario en la Oficina de Patentes de Berna (Suiza), escribiría una serie de artículos revolucionarios en los que formuló su teoría de la relatividad especial y sentó las bases (a su pesar) para la posterior revolución de la mecánica cuántica.⁴ Su nombre, por supuesto, era Albert Einstein y ese año sería bautizado también, como no puede ser de otra manera, como su particular *annus mirabilis*.

Desde luego, si hace un año catalogamos el ejercicio 2022 de los mercados financieros como el "*annus horribilis* que pinchó todo" (ver [aquí](#)), me cuesta no concebir el pasado 2023 como su *annus mirabilis*. Recordemos que, en 2022, la fuerte subida de los tipos de interés, orquestada por la gran mayoría de bancos centrales para combatir una inflación desbocada, desencadenó el pinchazo de las infladas valoraciones (¿burbujas?) de muchos activos cotizados. En concreto, las criptodivisas (incluyendo algunos fraudes muy sonados), las compañías vinculadas

² Cronin, J. (11 de junio de 2014). John Dryden: 'Annus Mirabilis 1666'. *University of Cambridge*. El verso que encabeza el apartado es una traducción (muy) libre del original: *More great than human now and more August, New deified she from her fires does rise.*

³ Pimentel, J. (2 de mayo de 2020). El *annus mirabilis* y la acción a distancia. *Madri+d*.

⁴ Isaacson, W. (2007). *Einstein: His Life and Universe*. Simon & Schuster.

al sector tecnológico o, incluso, los mercados de la renta fija vivieron correcciones históricas. Pues bien, el inicio de 2023 no parecía anticipar un panorama muy halagüeño. Como destacamos en nuestra V Conferencia Anual de Inversores del pasado mes de octubre (ver [aquí](#)), el agresivo ciclo actual de subida de tipos de interés (no visto en décadas) había desencadenado el peor periodo bajista de la historia para el mercado de la renta fija pública de Estados Unidos.⁵

Dado que este activo financiero es considerado el activo libre de riesgo por antonomasia, su terrible comportamiento no resulta algo baladí: **si el pilar sobre el que se sustentan los mercados se tambalea, estos pueden resquebrajarse por sus áreas más frágiles.** ¿Y cuáles son las estructuras más frágiles en los sistemas económicos y financieros? Las más apalancadas, es decir, aquellas que presentan un mayor endeudamiento. Por tanto, usando la terminología de Nassim Taleb: **la deuda fragiliza.**

*Tienes que evitar la deuda porque la deuda convierte en más frágil al sistema.*⁶

Ya alertamos, en el tercer trimestre de 2022, cómo la caída de la renta fija pública de Reino Unido había desestabilizado las carteras de los fondos de pensiones, que utilizaban este activo ("sin riesgo") como respaldo de sus estructuras de apalancamiento financiero, lo que llevaría al Banco de Inglaterra a intervenir (ver [aquí](#)). Un primer aviso de los peligros de este tensionamiento monetario y que tendría sus réplicas en el sector que opera, por su naturaleza, con el mayor endeudamiento: la banca. Una industria cuyo modelo de negocio deviene aún más frágil al operar con un descalce de plazos muy acusado, es decir, al endeudarse a muy corto plazo (cuentas corrientes y otro tipo de financiación) para invertir a muy largo plazo (préstamos y activos financieros). Como destacaba Howard Marks, uno de los inversores más relevantes de las últimas décadas, en el más reciente de sus célebres memorandos:

*Los inversores que casan los vencimientos de sus activos con los de sus pasivos suelen cruzar el río con mayor regularidad [que los que no lo hacen].*⁷

Por ello, como tuvimos la oportunidad de explicar en nuestra carta del primer trimestre de 2023 (ver [aquí](#)), el sector bancario regional de Estados Unidos sufrió una cascada de quiebras (como las del **Silicon Valley Bank** o el **Signature Bank**) que tuvo su réplica en Europa (con la histórica caída del banco suizo **Credit Suisse**) y

⁵ Glover, G. (9 de octubre de 2023). The rout in US Treasuries is now the worst bond bear market of all time. *Business Insider*.

⁶ Horrying, R. (13 de abril de 2011). Nassim Taleb on Living with Black Swans. *Knowledge at Wharton Podcast*.

⁷ Marks, H. (9 de enero de 2024). Easy Money. *Oaktree Capital Management*. Corchetes añadidos como aclaración.

cuyo contagio sólo pudo detenerse tras la intervención conjunta de la Reserva Federal y del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. Un terremoto financiero intenso, pero de corta duración, que volvía a poner en sobre aviso a la comunidad inversora acerca de la inevitable **insostenibilidad** del tradicional modelo bancario, así como sobre su persistente **riesgo moral**:

Una lección de lo sucedido el pasado marzo es que, pese a 15 años de reformas, todavía contamos con un sistema que privatiza las ganancias y socializa las pérdidas.⁸

Aprovecho para recordar que la denominada banca en la sombra (*shadow banking*), aunque suele obviarse a menudo, contiene las mismas semillas de destrucción que la banca tradicional (elevados endeudamiento y descalce de plazos). Pese a su misterioso nombre, este apelativo sólo hace referencia a las actividades de intermediación financiera realizadas por entidades que operan fuera del ámbito bancario comercial que todos conocemos. Su práctica es muy habitual y, de hecho, en gran parte fue el origen de la caída de los bancos de inversión **Bear Stearns** y **Lehman Brothers** en la Gran Recesión de 2007/2008.⁹ Comento esto porque, sin ir más lejos, a principios de este nuevo año se confirmó la quiebra de la entidad financiera **Zhongzhi Enterprise**, uno de los jugadores más relevantes de la banca en la sombra en China:¹⁰

(...) el valor recuperable de los activos del grupo, consistente en su mayoría en inversiones a largo plazo, sería bajo por su escasa liquidez y, por tanto, había una insuficiencia de recursos disponible para hacer frente a las obligaciones de corto plazo.¹¹

Precisamente, China ha sido el otro gran foco de incertidumbre económico-financiera de 2023. Pese a que el fin de la política de "COVID cero" ha contribuido a una relativa vuelta a la normalidad para su población, la realidad es que la crisis inmobiliaria que asola al país, desde el colapso de **Evergrande Group** en la segunda mitad de 2021 (ver [aquí](#)), está resultando un plato de muy difícil digestión. De hecho, la caída de **Zhongzhi Enterprise** está directamente vinculada a esta crisis inmobiliaria, ya que el grueso de sus activos eran préstamos concedidos a promotores inmobiliarios del país. De ahí que muchas voces alerten de una

⁸ McKernan, J. (5 de enero de 2024). Remarks by Jonathan McKernan, Director, FDIC Board of Directors, at the Session on Financial Regulation at the Annual Meeting of the Association of American Law Schools. *Federal Deposit Insurance Corporation*.

⁹ Pozsar, Z. (2008) The Rise and Fall of the Shadow Banking System. *Regional Financial Review*, 44, 1-13.

¹⁰ Ao, Y., Ren, D. y Xie, Y. (5 de enero de 2024). Beijing court accepts shadow bank Zhongzhi's bankruptcy application. *South China Morning Post*.

¹¹ Ren, D. (23 de noviembre de 2023). Troubled Chinese shadow bank Zhongzhi warns it is 'severely insolvent' after asset shortfall, failed bailouts. *South China Morning Post*. Negrita añadida al texto.

potencial segunda fase de esta crisis inmobiliaria, en la que se produzca un contagio en el sector financiero del país, lo que tendría importantes repercusiones a nivel doméstico e internacional:

Si comienza a caer la industria de banca en la sombra china de 3 billones de dólares, el efecto dominó tendrá repercusiones globales. Dado que muchos consumidores chinos invierten en productos financieros de la banca en la sombra por sus atractivas rentabilidades, un colapso del sector afectará a millones de personas. (...) Además, aunque es difícil estimar cuánto han invertido o pedido prestado a nivel mundial los bancos en la sombra chinos, los impagos en el sector tendrán implicaciones en las instituciones financieras globales.¹²

En resumen, a lo largo de 2023 hemos visto cómo proseguía el derrumbe de la renta fija pública, cómo esto resquebrajaba a la banca regional americana y cómo China mandaba señales claras de un parón económico que podría perdurar varios trimestres. Todo ello, obviando los conflictos bélicos con riesgo de convertirse en algo mucho peor, como son las guerras de Ucrania-Rusia y de Israel-Gaza. Sin duda, no parece el mejor caldo de cultivo para vivir un año alcista (ni mucho menos *muy* alcista) para los mercados bursátiles. Y, sin embargo, eso es precisamente lo que sucedió. Este extraordinario comportamiento demuestra dos cosas. Por un lado, **no merece la pena perder el tiempo intentando predecir lo que van a hacer las bolsas**. Siempre ha sido imposible. Por otro lado, **todos los años encontramos motivos aparentes para no invertir en renta variable**. No hay que intentar acertar nunca con el mejor momento para hacerlo. Dicho esto, ¿qué hay detrás de este *annus mirabilis* de la renta variable? Dedicaremos el próximo apartado a intentar dar respuesta a ello.

El juego de las expectativas

Lo más importante son los tipos de interés futuros.

— Warren Buffett

Posiblemente dos factores expliquen esta excelente evolución de los mercados bursátiles y, más en particular, de los principales índices de Estados Unidos. Por un lado, como también pudimos contrastar en nuestra segunda carta trimestral de 2023 (ver [aquí](#)), la recuperación de los resultados del negocio de las grandes tecnológicas americanas (vía mayores ventas y recorte de gastos) y el despliegue

¹² (3 de diciembre de 2023). The failure of Zhongzhi and its imminent impact on the troubled Chinese property sector. *Bocconi Students Investment Club*.

masivo (en muchas ocasiones, mucho ruido y pocas nueces) de la inteligencia artificial, desencadenado por la aparición del ChatGPT de **OpenAI**, han aupado a estas compañías de manera drástica en 2023. Así, el principal índice tecnológico del mundo, el **Nasdaq-100**, finalizó el pasado año con unas impresionantes alzas del 55%. Las principales culpables de este comportamiento son, como también destacamos, las bautizadas como *siete magníficas*, con subidas verticales que oscilaron entre el 240% de **Nvidia** y el 50% de **Apple**.¹³ Una extraordinaria evolución que impactó sobremanera al principal índice bursátil del mundo: el **S&P 500**. Pensemos que, a cierre de 2023, las diez principales posiciones de este índice (las *siete magníficas* entre ellas) suponían el 32% de su valor.¹⁴ Una concentración no vista en décadas y que ha llevado a que solo siete empresas sean responsables de más del 85% del 24% de rentabilidad obtenida por el **S&P 500** el pasado año. Ya hemos detallado en otras ocasiones por qué pensamos que esta situación no es sostenible, por lo que no lo repetiré aquí.

Por otro lado, el segundo factor que puede explicar parte de esta excelente marcha se produjo a mediados de octubre, cuando el **bono a 10 años de Estados Unidos**, tras un periodo de más de tres años de continuas correcciones y justo cuando su rentabilidad amenazaba con superar el 5%, se estabilizó para, posteriormente, iniciar una fuerte recuperación hasta ofrecer una rentabilidad, en el momento que escribo estas líneas, que ronda el 4%. Pero ¿qué hay detrás de este dramático cambio? Sencilla y llanamente, un giro en las expectativas del mercado. La comunidad inversora, a tenor de los datos económicos de Estados Unidos y en base a las (a veces ambiguas) declaraciones de los principales representantes de la Reserva Federal, ha inferido que el fin del ciclo de subida de tipos de interés está cerca y comienza a descontar, incluso, varios recortes para este mismo año.

Este posible techo o, más especialmente, el potencial inicio de un ciclo de recortes, dio alas a todos los activos cotizados que vivieron alzas históricas. Para muestra, un botón: la renta fija pública americana tuvo su mayor revaloración bimensual desde 1982.¹⁵ Una subida que, por cierto, permitió evitar el que iba camino de ser el tercer ejercicio de pérdidas consecutivas para sus inversores.¹⁶ Así mismo, la mayoría de los índices bursátiles vivieron ascensos de doble dígito en poco más de un mes, convirtiendo, en muchos casos, un año anodino en uno de importantes

¹³ En concreto, estas siete entidades han presentado el siguiente comportamiento: Nvidia (+239%), Meta Platforms (+194%), Tesla (+102%), Amazon (+81%), Alphabet (+58%), Microsoft (+58%) y Apple (+49%).

¹⁴ (Enero de 2024). Guide to the Markets. US 1Q24. *JP Morgan Asset Management*.

¹⁵ Bilello, C. [@charliebilello] (30 de diciembre de 2023). *The 8.5% gain for the US bond market in November-December was the best 2 months we've seen since September-October 1982*. Twitter. <https://twitter.com/charliebilello/status/1741105606600069562>

¹⁶ Bilello, C. [@charliebilello] (30 de diciembre de 2023). *After losing 1.5% in 2021 and suffering their worst year in history in 2022 (-13%), US Bonds moved back into positive territory with a gain of 5.5% in 2023*. Twitter. <https://twitter.com/charliebilello/status/1741096809077023173>

rentabilidades (véanse los casos del **CAC 40** francés o del **DAX** alemán). Curiosamente, desde esa suerte de punto de inflexión en las expectativas sobre los tipos de interés, las grandes compañías tecnológicas no han conseguido presentar un mejor comportamiento que el resto de las empresas cotizadas.¹⁷

Ahora bien, si las expectativas juegan un papel tan determinante en la evolución de los activos financieros, ¿podemos inferir qué están descontando hoy? Y, más relevante aún, ¿son estas expectativas que descuenta el mercado razonables? Desde luego, no resulta descabellado pensar que hemos podido alcanzar un techo en los tipos de interés. Sin embargo, no resulta tan evidente cuál será la senda que seguirán estos los próximos trimestres o años. Howard Marks, en el memorando al que hacíamos referencia en el apartado anterior, destacaba que no le gusta hacer predicciones de ningún tipo, pero que tiene la sensación de que **el mercado está descontando el mejor de los mundos**: vuelta fácil a la inflación de los últimos años, reducción rápida de tipos de interés y expansión económica.¹⁸

¿Cuál es nuestra opinión? Al igual que le sucede a Marks, no intentamos hacer predicciones sobre el mercado de ningún tipo porque no resultan útiles e, incluso, son perjudiciales para nuestros intereses como inversores. La buena noticia, como destacamos habitualmente, es que no necesitamos hacerlas para cumplir nuestro objetivo de conseguir rentabilidades satisfactorias y sostenibles en el largo plazo. **Nuestro trabajo, a fin de cuentas, es localizar ineficiencias en el mercado y tratar de explotarlo al máximo.** Empero, para poder encontrarlas y aprovecharnos de ellas, resulta esencial comprender por qué se forman.

En busca del alfa perdida

Quizás la mayor fuente de ineficiencia en los mercados siga siendo el ser humano.

— Andrew Feldstein

Como tuvimos la oportunidad de explicar en la pasada carta trimestral, al describir la formación de sus patrones alcistas y bajistas (ver [aquí](#)), los mercados distan mucho de ser eficientes. Sin embargo, esta evidencia solo prueba eso, que **el comportamiento de los mercados es ineficiente**. Por tanto, nos falta por comprender por qué lo es. Aunque existe mucha literatura a este respecto, siempre he sentido predilección por un informe, titulado *Who is in the other side?*

¹⁷ (3 de enero de 2024). Outperformance of Magnificent Seven Has Slowed. *Strategas Securities*.

¹⁸ Marks, H. (9 de enero de 2024). *Ídem*.

(podríamos traducirlo como "¿Quién es la contraparte?"), que en 2019 publicó Michael Mauboussin, uno de los analistas que más admiramos.¹⁹ En este documento, Mauboussin identifica cuatro fuentes de ineficiencia potenciales para los mercados: las dependientes de la psicología de los inversores, las vinculadas a sus capacidades y decisiones analíticas, las relacionadas con el acceso y el uso que dan a la información y, por último, las derivadas de los problemas técnicos y operativos que influyen en sus decisiones.

Empecemos por la primera de estas fuentes de ineficiencia: la **psicología**. Este tipo de ineficiencias surgen cuando la forma de actuar de los inversores separa, de manera significativa, el precio de un activo de su teórico valor. En concreto, tres causas fundamentales pueden estar detrás de ello. En primer lugar, un **exceso de extrapolación** (también denominado *sesgo de disponibilidad*). En general, los inversores tienden a pensar que lo que ha sucedido últimamente va a continuar siendo así en el futuro más cercano. Por eso, acostumbran a invertir en aquellos activos financieros que hayan presentado un mejor comportamiento reciente y viceversa. Este puede ser uno de los motivos que ha llevado a los inversores a concentrar hoy sus carteras en las compañías de perfil tecnológico, con una excelente evolución los últimos trimestres, y a ignorar a las compañías cotizadas en mercados con un deprimente comportamiento los últimos años, como es el caso de la Bolsa de Hong Kong, donde, como sabe, mantenemos una relevante exposición desde hace tiempo.

El **sentimiento** de la comunidad inversora sería la segunda fuente de ineficiencia psicológica. Por ejemplo, podemos inferir que un sentimiento negativo asola a un mercado cuando se produce una contracción importante en su volumen negociado, su valoración es extremadamente atractiva y la cantidad y el valor de las compañías que deciden comenzar a cotizar en la bolsa (OPVs) es escaso. Efectivamente, la bolsa española y, especialmente, la hongkonesa serían casos muy claros de sentimiento negativo extremo en los momentos actuales. Sirva de dato que el índice **Hang Seng** de Hong Kong cotiza a 0,8x su valor contable o, dicho de otra manera, las compañías que componen este índice, en promedio, valen hoy más muertas que vivas.

Nos faltaría por comentar el **comportamiento de rebaño**. Este efecto se produce cuando el grueso de los inversores actúa de la misma manera y se pierde la heterogeneidad en el mercado. Esta ineficiencia explica muy bien la formación de patrones bursátiles insostenibles (como las burbujas) y es responsable de la latente falta de liquidez que aflora cuando el patrón llega a su punto de inflexión (pincha la burbuja y no hay compradores porque la mayoría de los inversores sobreponderan

¹⁹ Mauboussin, M. (12 de febrero de 2019). Who is in the other side? *Blue Mountain Capital Management*.

las mismas compañías). Sin duda, la ya destacada concentración de inversores en las *siete magníficas* puede evidenciar un comportamiento de rebaño en los momentos actuales.

La segunda fuente de ineficiencias serían las capacidades y decisiones de **análisis** de los inversores. Esta ineficiencia aparece cuando existen inversores que pueden analizar y utilizar mejor la misma información que está en manos del resto de los inversores. Pensemos, por ejemplo, en todos esos estudios que demuestran que la gran mayoría de gestores de fondos profesionales no consiguen batir a los índices.²⁰ En muchas ocasiones, este desempeño no viene causado por una falta de habilidad, sino por deficiencias a la hora de implementar sus capacidades.

Un clásico caso lo encontramos en la **ponderación** que los gestores otorgamos a las compañías que componen nuestras carteras. Puede suceder que dos inversores lleguen a las mismas conclusiones sobre una tesis de inversión, pero uno atribuya un menor peso en su cartera a esa compañía por temor a las consecuencias de separarse en exceso del índice comparable (siempre se vive mejor sintiendo el calor de la manada) o, directamente, por imposiciones del folleto de inversión de su fondo o por directrices de un comité. Lo mismo ocurre con el **horizonte temporal**. Un gestor puede verse restringido por su organización, partícipes o producto a la hora de establecer el mejor horizonte temporal para una inversión, lo que le impide optimizar su proceso y contribuye a generar ineficiencias a explotar por otros inversores sin este tipo de restricción temporal. Por todo ello, en Horos siempre mantenemos presentes las siguientes palabras atribuidas al legendario inversor John Templeton:

Si quieres conseguir mejores resultados que la mayoría, tienes que hacer cosas diferentes de la mayoría.

Así mismo, no podemos menospreciar el papel que juegan las **narrativas** en la generación de esta clase de ineficiencias analíticas. Aún recuerdo cómo, hace unos años, muchos analistas del sector de las materias primas llegaban a conclusiones totalmente opuestas a las nuestras, pese a que sus análisis de oferta y demanda mostraban escenarios incluso más favorables que los nuestros. Es decir, veían los mismos cuellos de botella futuros en el sector que veíamos nosotros, pero obviaban las implicaciones que eso tendría para el precio de las materias primas.

El tercer bloque de ineficiencias provendría del acceso a la **información** y su uso. Fundamentalmente, estas se producen cuando un inversor obtiene una ventaja frente a otro por el mejor aprovechamiento dado a una información disponible

²⁰ Wigglesworth, R. (8 de marzo de 2023). Yeah, about that active comeback... *Financial Times*.

para todo el mercado. Una opción para tratar de explotar esta ineficiencia sería intentar ser el más **rápido** en sacar partido de una nueva información, como pretende la negociación de alta frecuencia (*high-frequency trading*) mediante algoritmos. Estas herramientas matemáticas suelen operar en base a la interpretación que realizan de los nuevos datos publicados por las instituciones económicas y las compañías, niveles de precios de los activos, noticias, etc. La pelea por ser los más veloces en operar en base a esa información ha llevado a una inversión y despliegue de infraestructuras extraordinaria los últimos años, pero también, irónicamente, ha supuesto una fuente de ineficiencias. Así, este tipo de herramientas ha llegado a provocar *flash crashes* puntuales de mercado (caídas abultadas en poco tiempo porque todos los algoritmos ordenan vender un mismo activo a la vez), como sucedió con el famoso *Flash Crash* del 6 de mayo de 2010.²¹ En aquella jornada de locura absoluta, los índices americanos llegaron a desplomarse un 10% y entidades de enorme capitalización, como el gigante de consumo **Procter & Gamble**, vieron su cotización corregir alrededor de un 40% en escasos minutos.²²

Sin embargo, resulta más interesante cuando los algoritmos están detrás de movimientos sin demasiado sentido en las acciones de algunas compañías, generalmente de baja capitalización, por una errónea interpretación de la información publicada. Sin ir más lejos, hace unos días, los directivos de una compañía de la que somos accionistas nos comentaban que sospechaban que su cotización se había desplomado, el día que publicó resultados, porque los algoritmos de algunos inversores no se habían percatado de que no podían compararse los resultados del periodo con los del ejercicio anterior, ya que habían vendido la mitad de su negocio hacía dos trimestres.

Por supuesto, en otras ocasiones la información está disponible y es conocida ampliamente por todos, pero impactarla en un análisis resulta más **complejo** y laborioso. Un caso típico es el de las compañías *holding* (vehículos que cuentan con distintos negocios e inversiones), en las que valorar su estructura requiere analizar varias entidades (en ocasiones, pertenecientes a diferentes sectores) y el efecto de la nueva información no es tan relevante a simple vista. No es de extrañar que nuestras carteras acostumbren a estar pobladas de inversiones de este tipo. Quizás el siguiente comentario del inversor David Einhorn sobre su tesis de inversión en **Vodafone**, de hace ya bastantes años, plasme mejor lo que intento explicar:

²¹ Kirilenko, Andrei A. and Kyle, Albert (Pete) S. and Samadi, Mehrdad and Tuzun, Tugkan, The Flash Crash: High-Frequency Trading in an Electronic Market (January 6, 2017). *Journal of Finance*, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1686004> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1686004>

²² (6 de mayo de 2010). Stock Selloff May Have Been Triggered by a Trader Error. *CNBC.com* y *Reuters*.

Vodafone no consolida Verizon Wireless y, como resultado, los analistas parecen ignorar su significativo valor.²³

Para terminar, nos quedarían por comentar las ineficiencias derivadas de los **problemas técnicos y operativos** soportados por los inversores. En este caso, la ineficiencia aparece porque los inversores tienen que comprar o vender un activo por motivos ajenos a su valor fundamental. Un caso paradigmático es el de los **compradores y vendedores forzados** y, en concreto, el de los gestores de fondos de inversión referenciados a un índice que tienen que ajustar su cartera en base a las compañías que componen ese activo. Periódicamente, entran y salen algunas compañías de los índices, lo que obliga a estos fondos a comprar o vender estas entidades para mantenerse referenciados al índice que buscan replicar. Algunos de nuestras inversiones en compañías de menor tamaño se ven, con relativa frecuencia, impactadas por esta circunstancia, generando movimientos "inexplicables" en su cotización durante algunos días.

Por supuesto, los **flujos** de suscripciones y reembolsos de los fondos de inversión también son muy relevantes. Cuando un fondo de gran tamaño sufre una entrada o salida importante de dinero por parte de sus partícipes, los ajustes en su cartera pueden impactar de manera importante en el mercado. El ejemplo más reciente (y mediático) de esto sería el del gestor británico Crispin Odey que, tras recibir un sinnúmero de denuncias por parte de antiguas y actuales empleadas de su gestora, vio cómo salían millones de libras de sus fondos de inversión, lo que le obligó a vender sus inversiones a *cualquier* precio y, finalmente, al cierre de la histórica firma.²⁴ Una de estas inversiones era **Pendragon**, la compañía de concesionarios de automóviles de la que fuimos accionistas hasta el proceso de opas que vivió hace unos meses, que vio presionada su cotización en junio del pasado año por esta situación totalmente ajena a la marcha de su negocio.²⁵

En definitiva, los mercados están muy lejos de ser eficientes por algunos de los motivos que hemos expuesto en este apartado. Conocer las fuentes de ineficiencia nos puede ayudar a saber aprovecharlas cuando se produzcan. Sin embargo, ¿qué garantía existe de que esta ineficiencia que hemos detectado se cierre y obtengamos la rentabilidad buscada? Ninguna. Pese a ello, nos queda el (gran) consuelo de saber que, habitualmente, aparece una chispa que nos puede ayudar a alcanzar el ansiado resultado: el **catalizador**.

²³ Einhorn, D. (19 de enero de 2010). *Greenlight Capital*.

²⁴ Cundy, A., Marriage, M. y Hickey, S. (31 de octubre de 2023). Odey Asset Management to close after sexual assault allegations against founder. *Financial Times*.

²⁵ Evans, I. (15 de junio de 2023). Under-fire asset manager offloads £11m Pendragon stake. *TheBusinessDesk.com*

La chispa adecuada

Todo arde si le aplicas la chispa adecuada.

— Héroes del Silencio

El pasado mes de noviembre falleció, cuando estaba a punto de cumplir los 100 años, Charlie Munger. El socio y amigo de Warren Buffett fue, sin ningún género de duda, uno de los principales factores detrás del éxito del *holding* de inversión **Berkshire Hathaway**. Sin embargo, la comunidad inversora le recordará siempre por su aproximación al conocimiento general a través de los **modelos mentales**: herramientas o conceptos originados en distintas disciplinas académicas y que pueden utilizarse para mejorar nuestra comprensión del mundo, incluyendo el ámbito de la inversión.²⁶ Precisamente, el concepto de **catalizador** es un modelo mental perteneciente a los ámbitos de la física y de la química. Pensemos, por ejemplo, en la reacción de fisión nuclear en cadena o en la reacción química autocatalítica. En ambos casos, un catalizador inicia (y, en ocasiones, sostiene) esa reacción. En el mundo social, es decir, en todo ámbito donde se relacionan las personas, también los catalizadores juegan un papel determinante, como muestran las grandes revoluciones y los conflictos bélicos. Si aplicamos esta idea al mundo de la inversión, el catalizador será aquello que induzca un cambio que lleve a cerrar la ineficiencia que hemos detectado en el mercado. Por tanto, pueden jugar un papel determinante en nuestro devenir como inversores.

A nuestro entender, los catalizadores que contribuyen a destapar el valor de una inversión pueden ser de dos tipos, en función de dónde se originan: externos e internos. Los catalizadores **externos** son aquellos factores que no dependen, de manera directa, de las empresas en las que estamos invertidos. Por tanto, vienen dados *desde fuera*. Un ejemplo de ello podrían ser las decisiones de política monetaria por parte de los bancos centrales, ya que los niveles de los tipos de interés o las expansiones (y contracciones) de sus balances impactan más directamente a determinados sectores y, en especial, a los negocios financieros. Pensemos en el caso del sector asegurador. Estas entidades invierten los ingresos de las primas cobradas a los asegurados, fundamentalmente, en activos de renta fija generando, históricamente, un beneficio financiero nada desdeñable con ello. No obstante, durante muchos años, la política de "tipos cero" y la expansión de balance seguida por los bancos centrales hicieron que la rentabilidad de estos activos fuera paupérrima, deprimiendo enormemente el beneficio financiero de las aseguradoras.

²⁶ Mental Models: The Best Way to Make Intelligent Decisions (~100 Models Explained). *Farnam Street*.

Pues bien, la subida de tipos de interés de los últimos trimestres ha devuelto el atractivo a la renta fija, lo que, previsiblemente, tendrá un impacto muy positivo en esta pata de su negocio. Desde luego, así lo recoge la evolución relativa del sector asegurador en su conjunto los últimos dos años, con la salvedad de aquellas entidades más dependientes del ramo del automóvil, donde la inflación ha hecho estragos los últimos tiempos. Como sabe, nosotros somos accionistas, desde hace años, de la aseguradora española **GCO** (Grupo Catalana Occidente). Aunque en nuestra tesis de inversión no contemplamos, para ser conservadores, grandes alegrías en el resultado financiero que pueda conseguir los próximos años, la realidad es que este factor podría abaratar aún más su valoración bursátil al elevar sus beneficios. Pese a que me encantaría poder decir que la cotización de **GCO** empieza a recoger esta potencial mejora, la realidad es que la comunidad inversora sigue ignorando esta compañía tan bien gestionada. Lo que nos lleva a la conclusión de que la **intensidad** del catalizador también puede influir en el cierre de una ineficiencia.

Precisamente la intensidad del catalizador es un factor muy relevante en otro ejemplo de catalizador externo: los movimientos corporativos. En concreto, en aquellas situaciones en las que existe una oferta de adquisición por algunos negocios o activos de una empresa o, directamente, por la totalidad de la compañía. Un caso de lo primero sería la venta de las franquicias de **Burger King** realizada por parte de **Ibersol**, la compañía portuguesa de restauración, a **Restaurant Brands Iberia**, tras las distintas ofertas negociadas a lo largo del ejercicio 2022. Como ya tuvimos la oportunidad de explicar el pasado año, en nuestra IV Conferencia Anual para Inversores (ver [aquí](#)), este movimiento contribuía a destapar mucho valor, al poner en precio esos activos y dejar en evidencia el tremendo atractivo del resto de **Ibersol**. En esta ocasión, el catalizador sí surtió efecto y la cotización de la compañía, incluyendo dividendos, se ha llegado a apreciar hasta en un 60% desde que se hicieron públicas las primeras negociaciones. Por otro lado, un claro caso de lo segundo serían las ofertas de compra sucesivas que recibió **Pendragon** a lo largo del tercer trimestre de 2023, contribuyendo a destapar todo el potencial de revalorización que veíamos a esta inversión en escasos días.

Sin embargo, esperar a que aparezca un catalizador externo puede llevar mucho tiempo, elevando el coste de oportunidad de una inversión. De ahí que sea importante intentar ser accionistas de aquellas compañías donde existan más probabilidades de que aparezcan los catalizadores **internos**. En general, hablamos de aquellos dependientes de las actuaciones del equipo directivo de una compañía y, más en concreto, de las relacionadas con su gestión de capital. No voy a explayarme en este punto, ya que dedicamos una carta trimestral en 2022 (ver

aquí) a incidir sobre su relevancia, por lo que expondré un par de ejemplos recientes muy esclarecedores. El primero sería el catalizador derivado de un movimiento corporativo originado internamente. Al contrario de lo comentado en los casos de **Ibersol** y **Pendragon**, en ocasiones es el propio equipo directivo el que intenta poner en valor algún activo de la compañía, como demuestra lo sucedido con la española **Elecnor** a lo largo de 2023 (ver **aquí**). Como sabemos, su equipo directivo anunció en 2022 la búsqueda de un socio minoritario (posteriormente, a primeros de 2023, ampliaría su búsqueda a un socio mayoritario) para su filial de energías renovables Enerfín. Desde el anuncio de este proceso (ya ejecutado) hasta hoy, la cotización de esta compañía, que llevaba languideciendo varios años, se ha revalorizado alrededor de un 80%, evidenciando, una vez más, que el mercado puede ser muy ineficiente y que el equipo directivo de una compañía juega un papel muy relevante en nuestra rentabilidad como accionistas.

El segundo caso resulta tanto o más flagrante, ya que hablamos de una situación atípica en la que se juntan catalizadores externos (no tan obvios) con catalizadores internos. Efectivamente, estoy hablando de **AerCap**, el líder mundial en el negocio de leasing de aviones y cuya tesis de inversión hemos comentado en varias ocasiones. Pues bien, desde hace un tiempo, nos estamos viendo beneficiados como accionistas de dos dinámicas que el mercado no termina de reconocer. Por un lado, el sector de leasing de aviones está viviendo una favorable inflación de activos, merced a un sostenido cuello de botella en la producción por parte de los dos mayores fabricantes: **Airbus** y **Boeing**. ¿Los motivos? Una capacidad productiva incapaz de recuperarse tras los parones realizados durante la pandemia, amén de todos los problemas que está sufriendo **Boeing** con el diseño de su modelo 737 MAX. Esta oferta restringida, unida a una demanda prácticamente recuperada del impacto de la COVID-19, está propiciando una continua revalorización en los aviones que hoy están operativos. Esto se traduce, por un lado, en un mayor poder de fijación de precios (alquileres) por parte de las compañías de leasing y, por otro lado, en un mayor valor de su flota.

Precisamente, este segundo impacto es el más relevante en nuestra tesis de inversión, ya que el mercado no está recogiendo este mayor valor de los activos en las acciones de **AerCap**, generando una importante ineficiencia. Por tanto, el catalizador externo no está surtiendo efecto y se hace necesario un catalizador interno. Aquí es donde entra en juego el equipo directivo de la compañía, contribuyendo a aprovecharse de esta ineficiencia y a destapar valor. En concreto, el equipo liderado por su consejero delegado Gus Kelly está vendiendo aviones que no encajan en la estrategia de largo plazo de la compañía a precios de mercado (*inflacionados* por los cuellos de botella), anotándose importantísimas plusvalías con estas ventas. No solo eso, en vez de repartir un dividendo o adquirir más

aviones con ese efectivo generado, el equipo directivo está aprovechando que su cotización no refleja el valor de su flota para recomprar acciones propias (lo que equivale a comprar los aviones de la compañía con descuento) de manera muy agresiva. En concreto, a lo largo de 2023, **AerCap** recompró cerca de un 20% de sus acciones en circulación, incrementando el valor para los accionistas y contribuyendo a su buena evolución bursátil.

Con todo, para terminar, es importante que tengamos siempre presente que el **contexto** juega un papel esencial en el impacto más inmediato de un catalizador, sea del tipo que sea. Nos guste o no, el comportamiento de una acción o de un mercado depende de los flujos de dinero de la comunidad inversora. Por tanto, como comenté en el apartado anterior, el sentimiento juega un papel fundamental en esta ecuación. Pensemos en el caso de la bolsa española, ¿cómo podemos esperar una rápida reacción en la cotización del **Grupo Catalana Occidente** ante la mejora del resultado financiero, cuando el sentimiento negativo sobre el mercado español sigue siendo extremo? Sin ir más lejos, **Bank of America** destacaba en su conocida encuesta a gestores europeos realizada en enero, que España era el segundo mercado con peor atractivo de Europa (nuestro consuelo es que en octubre era el primero).²⁷ O la situación de la Bolsa de Hong Kong, un mercado que acumula cuatro años consecutivos de caídas y que ha comenzado el 2024 desplomándose más de un -10%, situándose en niveles no vistos desde hace casi 20 años.²⁸ ¿Los motivos? Aunque las últimas caídas puedan estar explicadas por los efectos "bola de nieve" en exposiciones al mercado con estructuras apalancadas a través de derivados financieros, al menos en el caso de los índices chinos, la realidad es que el sentimiento negativo inunda este mercado como pocas veces se ha visto en ningún otro momento.²⁹ Como comentaba, recientemente, el Estratega Jefe en China de Bank of America Securities:

Casi todos los días de este año la gente nos pregunta: ¿por qué cae China de nuevo?³⁰

Por tanto, hablamos de situaciones en las que, salvo que sea de elevada intensidad y envergadura, el catalizador tendrá un papel más residual en el corto plazo para destapar el valor en algunas de nuestras inversiones. Sin embargo, no podemos perder de vista que, incluso en estos contextos tan extremos, los mercados

²⁷ Carvajal, A. (20 de enero de 2024). La encuesta de Bank of America infraponde a España y la sitúa como segundo peor destino de inversión tras Italia. *Vozpópuli*.

²⁸ (22 de enero de 2024). China Stock Selloff Worsens as Hong Kong Index Nears 19-Year Low. *Bloomberg News*.

²⁹ Shidong, Z. (19 de enero de 2024). China stocks rout exposes risk from US\$30 billion of little-known leveraged 'snowball' derivatives. *South China Morning Post*.

³⁰ Li, J. (19 de enero de 2024). 'Why is China down again?' Bewildered Hong Kong-based funds ask BofA Securities to explain stock losses. *South China Morning Post*.

terminarán reflejando su valor y la paciencia acabará dando sus frutos, como refleja esta conversación de 1955 entre Benjamin Graham (fundador del *value investing*) y el Senador Fulbright:

***Fulbright:** Cuando se topa con una situación especial y decide, por ejemplo, que puede comprar por 10 algo que vale 30 e invierte y, entonces, no puede realizar ese valor hasta que muchos inversores deciden que vale 30, ¿cómo funciona ese proceso [de destapar el valor]? ¿Publicidad o qué es lo que pasa?*

***Graham:** Ese es uno de los misterios de nuestro negocio y es un misterio, tanto para mí como para el resto del mundo. Sabemos por experiencia que, al final, el mercado alcanzará su valor. Sucederá de un modo u otro.³¹*

Movimientos más destacados

Hagas lo que hagas con tus inversiones, busca un margen de seguridad.

— Prem Watsa

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

HOROS VALUE INTERNACIONAL

Reducciones/salidas:

MATERIAS PRIMAS (19%)

Posiciones comentadas: Geo Energy Resources (vendida) y Ramaco Resources A (vendida)

Este trimestre hemos desinvertido en las dos compañías que nos daban exposición al mercado del carbón: **Geo Energy Resources** ("Geo") y **Ramaco Resources A** ("Ramaco"). En el primer caso, la venta se produjo después de que la compañía anunciase una inversión de 200 millones de dólares en el grupo minero indonesio **PT Golden Eagle Energy** y la adquisición de una participación minoritaria en **Marga Bara Jaya**. Dos movimientos transformacionales para **Geo**, que cambian absolutamente el perfil de sus activos, así como su posicionamiento financiero. Todo ello, unido a unos decepcionantes resultados publicados los últimos trimestres (menor producción y mayores costes de los esperados) y a un menor atractivo

³¹ (13 de enero de 2016). Graham: The Mysteries of the Stock Market. *Novel Investor*. Corchetes añadidos como aclaración.

frente a otras alternativas de la cartera, nos llevó a dejar de ser accionistas de este productor asiático de carbón térmico.

Por su parte, hemos procedido a vender las acciones A de **Ramaco** (ya nos habíamos desprendido de las acciones B el pasado trimestre, como expusimos en la pasada carta trimestral) tras su excelente evolución bursátil y su reducido atractivo en términos de rentabilidad-riesgo, dadas nuestras (conservadoras) asunciones para el precio futuro del carbón metalúrgico.

FINANCIERO (17%)

Posiciones comentadas: AerCap Holdings (3,6%)

También en el trimestre, hemos reducido nuestra exposición a **AerCap Holdings** ("AerCap"), la compañía líder mundial en el negocio de leasing de aviones. Como hemos destacado en este mismo documento, **AerCap** ha recomprado agresivamente acciones este 2023, aprovechando las distintas colocaciones realizadas por **General Electric** (sin ninguna acción en su haber actualmente, después de que hace tan solo un año controlara más del 40% del accionariado). En concreto, la entidad ha adquirido cerca del 20% de las acciones en circulación en los últimos doce meses y siempre con un importante descuento sobre su valor intrínseco. Un movimiento que ha generado aún más valor para sus accionistas, al financiarse, en gran parte, a través la venta de aviones no estratégicos para **AerCap** en el mercado secundario, arrojando importantes plusvalías al realizarse las ventas con prima sobre su valor contable. Adicionalmente, la compañía comunicó que ha comenzado a recuperar un porcentaje elevado de algunas de las reclamaciones realizadas a compañías aseguradoras, tras la expropiación en 2022 de los aviones que **AerCap** tenía alquilados a aerolíneas rusas. Fruto de todo ello, las acciones de **AerCap** se han revalorizado más de un 20% en los últimos tres meses.

OTROS:

Posiciones comentadas: Pendragon (vendida)

Como ya adelantamos en la pasada carta trimestral, en el mes de octubre procedimos a vender nuestra posición en la empresa de concesionarios de automóviles inglesa **Pendragon**, tras la batalla de ofertas de compra recibidas por la compañía y que contribuyeron a cerrar todo su potencial de revalorización.

Incrementos/entradas:

MATERIAS PRIMAS (19%)

Posiciones comentadas: TGS (2,6%) y Spartan Delta (2,5%)

Dentro de nuestra exposición a materias primas, hemos aprovechado la debilidad generalizada en el sector del petróleo y el gas para incrementar nuestra posición en las compañías **TGS** y **Spartan Delta**.

TGS, compañía que ofrece, fundamentalmente, servicios de captación y análisis de datos geofísicos para la industria del petróleo y gas, ha presentado un mal comportamiento bursátil en el periodo causado, fundamentalmente, por la debilidad mostrada por el precio del petróleo en el último trimestre de 2023, lo que podría derivar en un retraso en la recuperación de las inversiones por parte de sus clientes. Sin embargo, pensamos que los precios actuales descuentan un escenario excesivamente negativo para la compañía, además de no otorgar ningún valor a la reciente adquisición de **PGS**, donde vemos un interesante encaje estratégico y, especialmente, unas importantes sinergias operativas y financieras.

En cuanto a **Spartan Delta**, compañía canadiense productora de gas natural, líquidos de gas natural y petróleo, su cotización se ha visto muy presionada por la caída continuada del precio del gas natural en Canadá y Estados Unidos, derivada del exceso actual de oferta en este mercado doméstico. Sin embargo, pensamos que esta situación de precios deprimidos no es sostenible y esperamos cierta convergencia hacia precios internacionales a lo largo de 2025, cuando comiencen a operar las nuevas infraestructuras de exportación de gas natural licuado (GNL) en Norte América, que abastecerán la demanda de Europa y Asia. Por otro lado, mientras llega ese momento, el equipo directivo de **Spartan Delta** está centrado en llevar a cabo tres pilares estratégicos con los que generar valor para sus accionistas. Primero, realizando una optimización en sus activos operativos actuales en la Deep Basin, donde han conseguido eficiencias de capital del 20%. Segundo, intentando ser un jugador activo en la consolidación de esta área. Tercero, invirtiendo el área de New Duvernay, donde han adquirido activos petrolíferos infrautilizados a precios muy atractivos.

En definitiva, pensamos que la debilidad bursátil mostrada por ambas ha generado una excelente oportunidad para incrementar nuestra inversión, en dos entidades muy bien gestionadas y con capacidad para generar caja en cualquier entorno.

HOLDINGS Y GESTIÓN DE ACTIVOS (20%)

Posiciones comentadas: Affiliated Managers Group (1,9%)

Affiliated Managers Group ("AMG") es una compañía fundada en 1993 y especializada en la adquisición de participaciones en gestoras de activos independientes a nivel global, apoyándolas en sus planes de crecimiento de largo plazo. Un aspecto diferencial de **AMG** es que no interfiere en la gestión de las entidades en las que invierte, apoyando con sus canales de distribución la captación de patrimonio e, incluso, asesorando y facilitando los planes de sucesión de los equipos directivos. Algunas de sus participadas más emblemáticas serían Tweedy Browne, Third Avenue Management, Yacktman Asset Management, Artemis o AQR.

Los activos bajo gestión del conjunto de gestoras del grupo rondan los 675.000 millones de dólares y se distribuyen entre cuatro estrategias: alternativos (36,5%), renta variable global (27,5%), renta variable EE. UU. (21%) y multiactivos (15%). **AMG** generaría ingresos en base a las ventas o a los beneficios generados por estas entidades.

La entidad ha visto mermada la evolución de sus activos bajo gestión los últimos años por el peor desempeño relativo de los fondos de inversión activos de renta variable, lo que ha lastrado su evolución bursátil. Sin embargo, pensamos que la cotización refleja un escenario muy negativo para los próximos años ya que, en el momento de nuestra inversión, **AMG** cotizaba a menos de 5x su flujo de caja libre de 2026. No solo eso, el equipo directivo está aprovechando esta infravaloración para recomprar acciones de manera muy agresiva, lo que eleva aún más el atractivo que vemos a esta inversión.

HOROS VALUE IBERIA

Reducciones/salidas:

INMOBILIARIO/ACTIVOS REALES (11%):

Posiciones comentadas: Merlin Properties SOCIMI (3,8%) e Inmobiliaria del Sur (vendida)

Si en el pasado trimestre destacábamos la desinversión en una posición histórica de nuestra cartera ibérica (**Corporación Financiera Alba**), en este sucede lo propio con **Inmobiliaria del Sur**. La entidad patrimonialista y promotora, que cuenta con una cartera de activos de calidad razonable, distribuidos, fundamentalmente, entre Andalucía y Madrid, sigue cotizando con un descuento muy elevado con respecto al

teórico valor neto de sus activos. Pese a ello, hemos decidido desprendernos de nuestra inversión, ante la falta de determinación por parte del equipo directivo a la hora de intentar cerrar este gran descuento. Algo especialmente relevante, cuando hablamos de una entidad que tiene que soportar una estructura de costes relativamente alta, lo que incrementa el coste de oportunidad en esta inversión que hemos mantenido en nuestra cartera ibérica durante varios años.

Por otro lado, la excelente evolución de **Merlin Properties** en los últimos tres meses del año, con una revalorización cercana al 30%, nos ha llevado a reducir nuestra posición, reciclando este capital en otras ideas de inversión más atractivas en los momentos actuales.

INDUSTRIAL (31%):

Posiciones comentadas: Elecnor (4,2%) y The Navigator Company (vendida)

Así mismo, hemos reducido nuestra inversión en **Elecnor** tras las importantes alzas vividas por su cotización, derivadas de la venta de su filial de energías renovables Enerfín a la compañía nórdica Statkraft por 1.800 millones de euros (1.400 millones de efectivo y 400 millones de deuda). Nos queda por ver qué va a hacer el equipo directivo con el efectivo generado por esta venta. Por ahora, han anunciado la adjudicación de nuevas líneas de transmisión eléctrica en Brasil para su filial Celeo y confirmaron el reparto de un dividendo extraordinario en la pasada Junta General de Accionistas celebrada el 24 de enero, aunque no ha trascendido su cuantía. A nuestro juicio, el reparto de un dividendo elevado contribuiría, a nuestro entender, a destapar aún más valor para los accionistas.

Por su parte, el menor potencial relativo de **The Navigator Company** frente a otras compañías nos ha llevado a desinvertir en ella, aunque mantenemos una elevada exposición a través del *holding* **Semapa**, dueño de cerca del 70% de la empresa papelera portuguesa.

Incrementos/entradas:

INMOBILIARIO/ACTIVOS REALES (11%):

Posiciones comentadas: NH Hotel Group (2,1%)

Una de las novedades de este trimestre es la incorporación a Horos Value Iberia de **NH Hotel Group** ("NH"). Se trata de una inversión que podríamos catalogar de "situación especial", ya que su atractivo radica en el potencial movimiento

corporativo que puede producirse en el corto plazo. Para entender esto, es interesante realizar un rápido repaso a los cambios que se han producido en el accionariado de la compañía española los últimos años. Así, en la primera mitad del año 2018, el grupo hotelero tailandés **Minor International** ("Minor") adquirió, entre otros, los paquetes de acciones que controlaban el grupo chino **HNA Group** y el fondo **Oceanwood**, para erigirse como máximo accionista de **NH**, al hacerse con un 46,25% de las acciones. Poco después, ya en septiembre de ese mismo año, **Minor** lanzaría una OPA sobre las acciones restantes a 6,3 euros por acción, consiguiendo una aceptación cercana al 89% y, como consecuencia, obteniendo el control de más del 94% del accionariado. Posteriormente, ya a inicios de 2020, el consejo de **NH** aprobó el lanzamiento de una OPA de exclusión sobre las acciones restantes a 7,3 euros por acción. Sin embargo, la pandemia del coronavirus paralizó esta operación.

El movimiento quedó "congelado" hasta la primera mitad de 2022, cuando **Minor** manifestó al consejo de **NH** su voluntad de volver a lanzar una OPA de exclusión. En esta ocasión, pidieron una valoración independiente que otorgó un valor a **NH** que oscilaría entre los 4,81 y los 5,68 euros por acción. La CNMV rechazaría esa valoración y la OPA de exclusión no pudo realizarse. Pese a ello, **Minor** anunció que realizaría operaciones de compra a mercado con un límite de 4,5 euros por acción (inferior al rango rechazado por la CNMV). Al tratarse de un movimiento equivalente a una OPA, la CNMV suspendió, como respuesta, la cotización de **NH** y obligó a **Minor** a finalizar esta operativa. Mientras tanto, **Minor** ha continuado incrementando su posición hasta el 95,87%, realizando compras a mercado.

Desde ese momento, se han producido varias dimisiones y cambios en el consejo de **NH**, favorables a que se realice una OPA de exclusión conforme a un precio que la CNMV apruebe. Nosotros somos de la opinión de que el escenario más probable es este último, por lo que hemos procedido a tomar una posición en la entidad española. Por otro lado, es importante destacar que estamos invirtiendo con una valoración suficientemente atractiva para poder cubrirnos frente a un escenario en el que no se efectuara este probable movimiento corporativo.

INDUSTRIAL (31%):

Posiciones comentadas: Vidrala (2,1%)

La segunda entrada del trimestre está protagonizada por una "vieja conocida" de nuestra cartera ibérica: **Vidrala**. Hace unos trimestres invertimos en el productor de envases de vidrio aprovechando la fuerte corrección vivida por el sector por los fuertes incrementos de los costes energéticos. La inversión cristalizó muy

rápidamente y desinvertimos en esta excelente compañía con importantes plusvalías. En esta ocasión, la oportunidad se produjo a lo largo del último trimestre de 2023, después de que las compañías del sector, incluyendo **Vidrala**, comentaran una debilidad en la demanda por un menor consumo y la acumulación previa de inventarios realizada por parte de sus clientes. La corrección nos pareció excesiva, por lo que decidimos retomar nuestra inversión. Adicionalmente, a primeros de diciembre el equipo directivo de **Vidrala** volvió a demostrar sus bondades gestionando capital, al anunciar la adquisición del 70% aproximado que no controlaba de la compañía brasileña **Vidroporto**. Una compra clave para **Vidrala** que, además de realizarse a una valoración muy atractiva, le permite entrar en Brasil, un mercado de elevado crecimiento y relevancia para la industria del sector del vidrio.

FINANCIERO (12%):

Posiciones comentadas: Alantra Partners (6,0%)

Por último, destaca el importante incremento que hemos realizado en nuestra inversión en **Alantra Partners** ("Alantra"). La (previsible) mala evolución de los resultados de los distintos segmentos de esta compañía financiera -en especial, los de la división de banca de inversión- está afectando a su evolución bursátil. Así, a lo largo de 2023, **Alantra** ha llegado a acumular una corrección cercana al 35%, lo que, a nuestro entender, ha generado una gran oportunidad de inversión. Como recordatorio, **Alantra** cuenta con una posición financiera extraordinariamente holgada (caja y similares suponen el 50% de su capitalización bursátil) y en un entorno normalizado debería generar flujos de caja libre de más de 40 millones de euros, que se comparan con una capitalización bursátil actual de poco más de 330 millones de euros. Todo ello, sin incluir el valor de las filiales del grupo, que podría rondar los 150 millones de euros. Si a esto añadimos la histórica creación de valor del equipo de **Alantra** y su elevada alineación de intereses con los accionistas, se entiende que hayamos situado a la compañía entre las principales posiciones del fondo.

Actualidad

En cuanto a la actualidad de Horos, me gustaría recordar que a lo largo del pasado trimestre se hizo realidad el lanzamiento de **Horos Internacional Empleo PPE** y, previsiblemente, haremos lo propio próximamente con **Horos Internacional Autónomos PPES**. Dos productos que ofrecen soluciones de ahorro a largo plazo a empleados y trabajadores por cuenta propia y que replicarán la cartera de nuestra

exitosa estrategia internacional. Para aquellos que puedan estar interesados en alguno de estos productos, los animo a contactar con Rodrigo Blanco, nuestro responsable de relación con inversores, que estará encantado de resolver sus dudas o, si lo prefieren, a través de info@horosam.com.

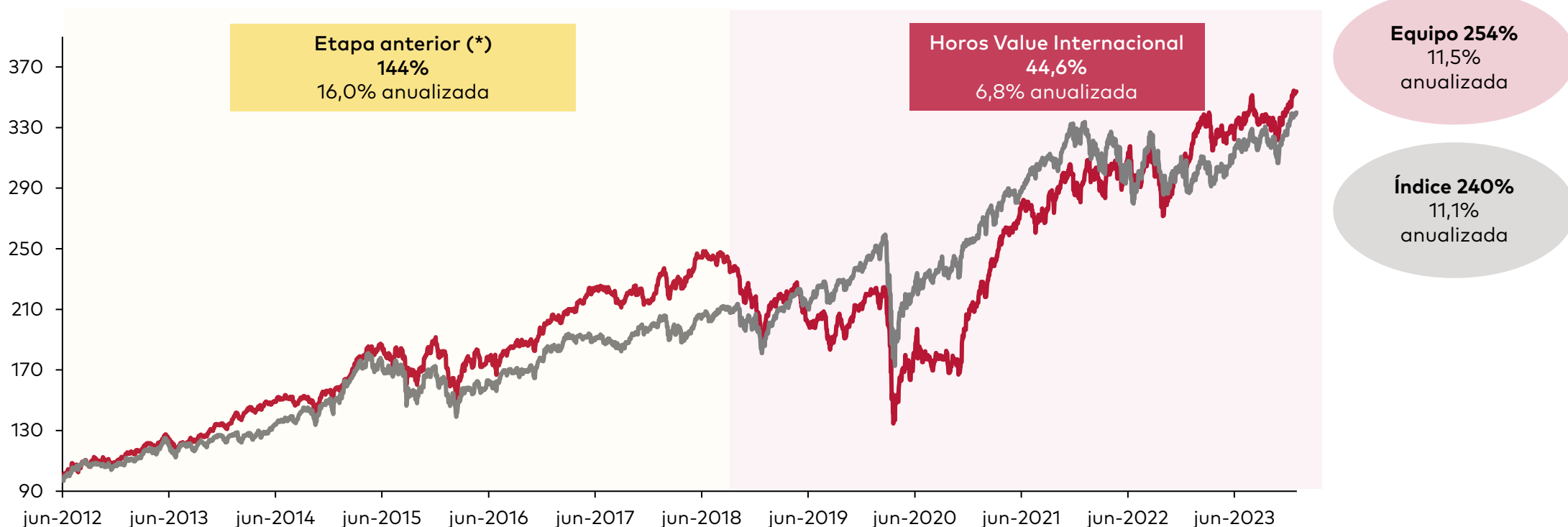
Por otro lado, estos últimos meses del año celebramos nuestra **V Conferencia Anual para Inversores** (ver [aquí](#)), tuve el placer de ser entrevistado por el economista **Juan Ramón Rallo** para su canal de YouTube ("Invertir a largo plazo: cómo hacer crecer tu patrimonio", ver [aquí](#)) y presenté nuestra tesis actualizada de inversión en **AerCap** en el evento Gutiérrez Capital Investor Day (ver [aquí](#)).

Adicionalmente, me gustaría recomendar el ya clásico **hilo** anual de tweets de mi compañero **Alejandro**, en el que comparte sus impresiones sobre el año 2023 y expectativas para el 2024 de Horos (ver [aquí](#)).

Por último, no puedo dejar escapar la oportunidad de dar la bienvenida a la familia de Horos a **Elvirita**. ¡Enhorabuena a nuestro compañero Miguel y a Elvi, papás de la recién nacida!

Rentabilidades

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



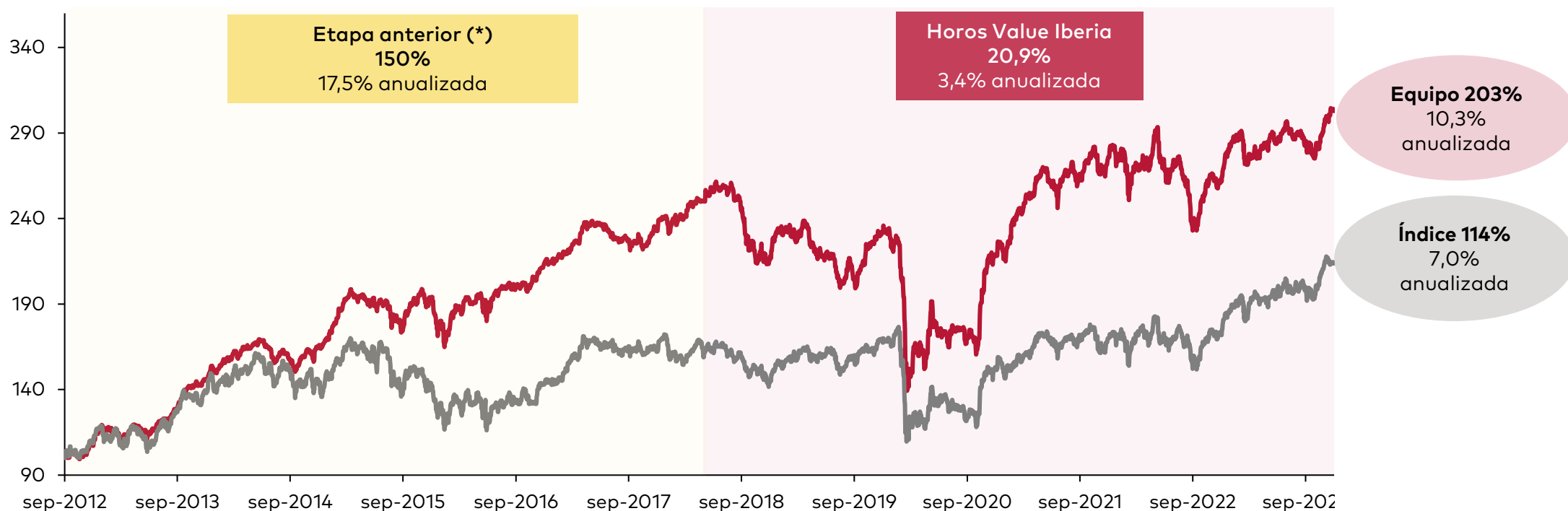
Los datos engloban el periodo 31 de mayo de 2012 a 31 de diciembre de 2023.

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. Toma como referencia el MSCI ACWI NET TR EUR, índice más representativo de las bolsas a nivel mundial. Este índice tiene en cuenta los dividendos netos.

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**



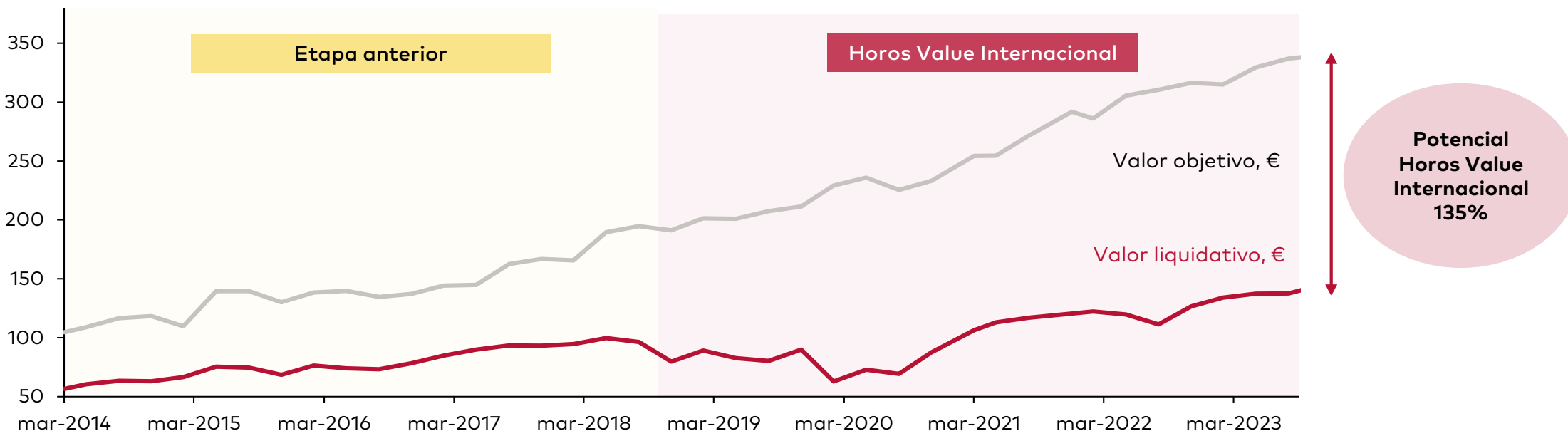
Los datos engloban el periodo 30 de septiembre de 2012 a 31 de diciembre de 2023.

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. Toma como referencia al 80% el ITGBM y al 20% el PSI TR, índices más representativos de la bolsa española y portuguesa. Ambos índices tienen en cuenta los dividendos.

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



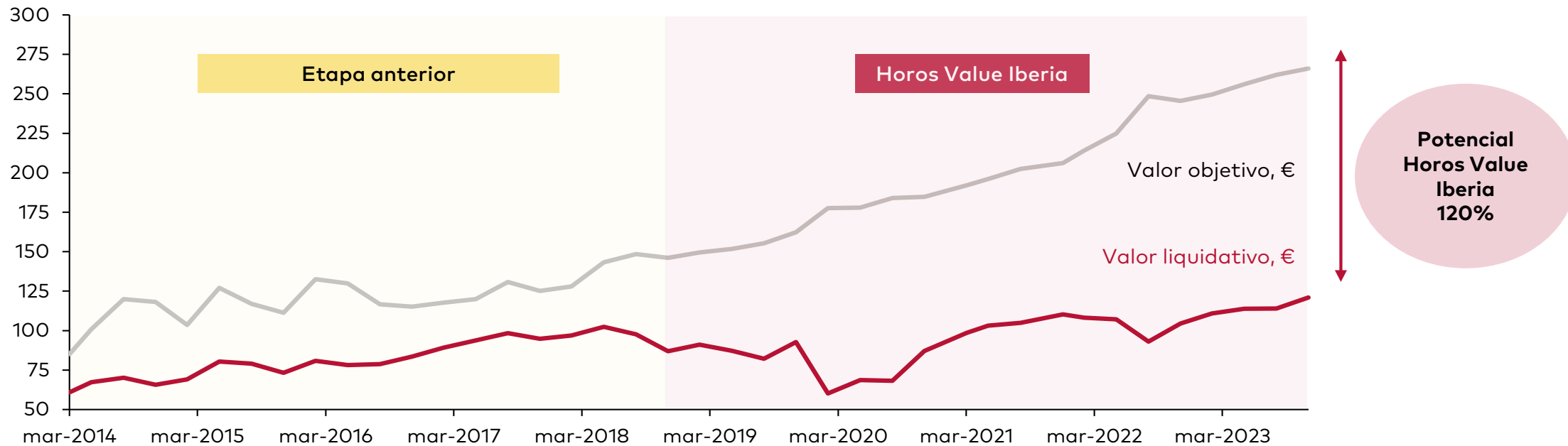
Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 31 de diciembre de 2023.

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 31 de diciembre de 2023.

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

Top 10 posiciones
Horos Value Iberia

Posición	Peso	Sector
Mistras Group	4,7%	MMPP
Catalana Occidente	4,0%	Financiero
Talgo	3,9%	Industrial
Fairfax India	3,7%	Holding
ALD Automotive	3,7%	Financiero
Aercap Holdings	3,6%	Financiero
Semapa	3,6%	Holding
Naspers	3,6%	Plataforma
Aperam	3,1%	MMPP
Atalaya Mining	3,1%	MMPP

Posición	Peso	Sector
Catalana Occidente	6,0%	Financiero
Semapa	5,8%	Holding
Alantra Partners	5,7%	Financiero
Horos Value Internacional	5,5%	Otros
Iberpapel	5,4%	Industrial
Talgo	4,8%	Ingeniería
Aperam	4,4%	MMPP
Gestamp Automocion	4,3%	Industrial
Elecnor	4,0%	Ingeniería
Atalaya Mining	3,7%	MMPP