

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

ABRIL 2020

ABRIL 2020

Estimado co-inversor,

Terminamos el que ha sido uno de los trimestres más complicados al que nos hemos enfrentado, tanto en lo profesional como, por supuesto, en lo personal. Por eso, quiero empezar agradeciéndole su gran confianza en nuestro trabajo y deseándole nuestros mejores deseos y mayores ánimos en estos difíciles momentos.

Me gustaría también, si me lo permite, expresar desde aquí mis felicitaciones y gratitud al resto de integrantes de ese equipo que somos Horos, por el gran esfuerzo que están haciendo, para que nuestro servicio y nuestro trabajo se siga realizando con la mayor normalidad, dentro de lo que nos permiten las actuales circunstancias. Puede contar con que nuestra dedicación y rigor será la misma de siempre.

Este trimestre, se ha caracterizado por sus fuertes caídas, fruto del pánico vendedor de los inversores y del incremento de la demanda de liquidez, ante la incertidumbre económica derivada de la pandemia del coronavirus. Así, Horos Value Iberia ha perdido un -35,1% frente al -27,6% de su índice de referencia. Por su parte, Horos Value Internacional se ha depreciado un -30,2% frente al -19,6% de su índice de referencia.

En esta carta trimestral, me gustaría intentar aportar mi granito de arena para tratar de explicar la virulencia de las caídas y, especialmente, en un ejercicio extra de transparencia, dedicaré el grueso de esta a comentar, con gran detalle, los movimientos que hemos realizado en nuestras carteras para paliar potenciales riesgos e incrementar su potencial de revalorización, hasta sus máximos históricos.¹

Estamos convencidos de que estamos ante una extraordinaria oportunidad de inversión y nos enorgullece poder decir que, en el mes de marzo, uno de los peores meses para los mercados que se recuerda, hayamos tenido suscripciones netas de nuestros co-inversores.

¹ Para una información más detallada del histórico de rentabilidades y potenciales, le animamos a echar un vistazo a los anexos incluidos en este documento, así como la información contenida en nuestra página web.



Con mis mejores deseos, reciba un cordial saludo,



Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones
Horos Asset Management

Resumen ejecutivo

Nada importa, pues, más que no seguir, como ovejas, el rebaño de los que nos preceden, yendo así, no a donde hay que ir, sino a donde se va.

— Séneca

La abultada y violenta caída de los mercados de este trimestre responde, por un lado, al impacto que está teniendo en las economías de todo el mundo la pandemia del coronavirus y las consecuentes medidas adoptadas por sus gobiernos. Por otro lado, al actuar los mercados como sistemas adaptativos complejos, la incertidumbre sobre la magnitud y la duración de dicho impacto desencadena una reacción desproporcionada (no-lineal) de los inversores, desprendiéndose al unísono de sus activos y causando un pánico vendedor que se retroalimenta.

Desde Horos, hemos tratado de adaptarnos y aprovecharnos de la situación, saliendo o reduciendo el peso en las pocas compañías que teníamos en cartera con un mayor riesgo de liquidez para hacer frente a este entorno (**plataformas petrolíferas** y la compañía de acero inoxidable **Outokumpu**), así como de aquellas inversiones con menor potencial relativo (como, por ejemplo, **IWG**, **LSL Property Services**, **Alphabet** o **Alantra Partners**), para incrementar nuestra exposición a sectores o compañías excesivamente castigados. En concreto, hemos aumentado, de manera muy notable, nuestra inversión en el sector del transporte e infraestructuras de gas natural licuado y petróleo (**Teekay Corp**, **Teekay LNG** y **Golar LNG**), así como en negocios con capacidad para hacer frente a esta crisis, como **Catalana Occidente**, **Sonae**, **AerCap** o **Naspers**.

Adicionalmente, este trimestre nos hemos beneficiado del buen comportamiento del uranio (**Uranium Participation** y **Yellow Cake**), causado por los cierres forzados de importantes minas a causa de la expansión del coronavirus. Igualmente, nuestra inversión histórica **Clear Media** fue opada a cierre de marzo, permitiéndonos obtener plusvalías del 80% desde nuestra entrada, en la segunda mitad de 2019.

La importancia de los modelos mentales

Un modelo mental es, sencillamente, una representación de cómo funciona algo.

— Shane Parrish

Charlie Munger, socio desde hace décadas de Warren Buffett, es posiblemente uno de los inversores más completos de la historia y, por eso, un modelo para tener en cuenta a la hora de mejorar nuestras capacidades de análisis y de decisión. En concreto, Munger se ha caracterizado siempre por utilizar una aproximación multidisciplinar a la hora de afrontar cualquier problema que se le presente, incluyendo el proceso de inversión. Para ello, se ha apoyado en los pilares de las disciplinas académicas más importantes. Este aspecto es muy relevante, ya que, si enfocamos todos nuestros esfuerzos a dominar una única disciplina, **nuestra mente tratará de torturar la realidad para que encaje en nuestro limitado modelo de conocimiento.**

*Es como el viejo dicho: "Para el hombre con solo un martillo, **todos los problemas parecen un clavo**".²*

Pero ¿qué disciplinas son las más esenciales? Aunque el conocimiento es ilimitado y es cierto que toda ayuda es bienvenida, sí que es verdad que algunas de ellas pueden sernos de más utilidad a la hora de analizar las compañías, las industrias en las que operan o el funcionamiento de las economías y de los mercados. En concreto, en Horos nos apoyamos, especialmente y sin ser exhaustivos, en la **economía** (por ejemplo, la Teoría Austríaca del Ciclo Económico y la Teoría de la Liquidez como marcos teóricos para comprender la formación de los ciclos), la **psicología conductual** (sesgos y heurísticas y su impacto en el comportamiento de los inversores), la **filosofía** (el estoicismo y su relación con el *value investing*), **matemáticas** (concepto de convexidad y su aplicación *talebiana* para mejorar el binomio rentabilidad-riesgo de nuestras carteras), **estadística** (el Criterio de Kelly para concentrar, a igualdad de potencial, en aquellas inversiones en las que tenemos mayor convicción) o la **biología evolutiva** (sistemas adaptativos complejos como modelo para entender el funcionamiento de los mercados).

² Traducción libre de "To a man with only a hammer, every problem tends to look pretty much like a nail".
Extraído de Kaufman, Peter D. (Tercera edición extendida, 2013): *Poor Charlie's almanack: the wit and wisdom of Charles T. Munger*. Macerline, Miussouri: PCA Publication, L.L.C.

En anteriores ocasiones, hemos hablado de algunos de estos modelos mentales y cómo los aplicamos. Por ejemplo, el concepto de la convexidad nos llevó a invertir en el uranio a través de los vehículos que lo compran y almacenan, en lugar de adquiriendo acciones de los principales productores de esta materia prima (leer [aquí](#)). También nos ha escuchado hablar de la importancia de la psicología conductual a la hora de mejorar nuestro proceso de inversión (ver [aquí](#)). Hoy, me gustaría centrarme en los sistemas adaptativos complejos, ya que ayudan a explicar parte de lo que está sucediendo los últimos tiempos en los mercados.

¿Qué tienen que ver la biología evolutiva y los mercados?

La evolución y la economía son dos ejemplos diferentes de un fenómeno mayor llamado sistemas adaptativos complejos.

— Michael Shermer

En su recomendable libro *The Mind of the Market*³, el escritor e historiador científico Michael Shermer, muestra las indudables semejanzas que existen entre el funcionamiento de la biología evolutiva y el de la economía, al tratarse ambos de sistemas adaptativos complejos que **surgen de interacciones sencillas entre sus integrantes** (bien sean especies, bien sean agentes económicos) al buscar su supervivencia y tratar de asegurar su descendencia. De hecho, Shermer propone fusionar ambas ciencias bajo el nombre de "Economía Evolutiva".

Un ejemplo sencillo para entender la dinámica de un sistema adaptativo complejo podría ser el del comportamiento de los conductores ante situaciones de tráfico.⁴ Imaginemos una vía urbana por la que transitan habitualmente muchos vehículos. Imaginemos, además, que un día cualquiera, se ha producido un accidente y que las autoridades están obligando a conducir más despacio de lo habitual al llegar a esa zona. Poco a poco, los vehículos van formando una cola al ir reduciendo la marcha en cadena y, los más rezagados, sin ni siquiera saber el motivo, se encuentran con que la vía presenta un taponamiento muy importante. Una pequeña interacción (una zona de menor velocidad), ha desencadenado una gran congestión en el tráfico.

³ Shermer, Michael (2008): *The mind of the market: how biology and psychology shape our economic lives*. New York: Holt Paperbacks.

⁴ Ejemplo tomado y adaptado de "An Introduction to Complex Adaptive Systems" (Farnam Street).

Vamos a elaborar un poco más el problema. Ahora, un segundo grupo de conductores que habitualmente utiliza esa vía, se hace eco de la situación de tráfico por la radio o por cualquier aplicación móvil y decide utilizar, como cabría esperar, la ruta alternativa típica. Como todo el mundo comienza a utilizar esa segunda vía, termina originándose otro tapón, insisto, predecible. Finalmente, aquí es donde empiezan a complicarse las cosas, un tercer grupo de conductores se incorpora a la carretera, con la tesitura de tener que elegir si optan por la primera vía o por la segunda. ¿Qué decisión tomarán? ¿Pensarán que, quizás, tiene sentido optar por la primera, ya que con la información que existe, el resto de los conductores escogerá la segunda? ¿O, a lo mejor, van más allá y llegan a la conclusión de que si todo el mundo piensa lo anterior, será mejor escoger la segunda porque el resto del mundo optará por la primera? ¿O, puede que, después de darle muchas vueltas, lleguen a la conclusión de que es mejor quedarse en casa hoy y teletrabajar?

Cuantas más capas/grupos añadimos al problema, más complejo se vuelve predecir el resultado final. Un ejemplo tan sencillo, como el que acabamos de ver, no hace más que arañar muy superficialmente la riqueza de un sistema adaptativo complejo. ¿Cómo podemos pretender predecir el comportamiento de la economía o de los mercados, donde se multiplican estas potenciales interacciones y decisiones de cada participante? Obviamente no podemos (dejo para el lector la reflexión sobre las implicaciones que esto conlleva). Sin embargo, comprender cómo funcionan y cuáles son algunos atributos de los sistemas adaptativos complejos, nos puede ayudar para interpretar determinadas situaciones que se producen en los mercados bursátiles.

Michael Mauboussin, analista multidisciplinar del que hemos hablado en varias ocasiones, ha realizado varios estudios en los que analiza los mercados bursátiles como sistemas adaptativos complejos. En concreto, Mauboussin destaca que podemos comprender estos sistemas si pensamos en ellos como si estuvieran formados por tres capas.⁵ La primera capa la componen **agentes heterogéneos** (conductores de nuestro ejemplo anterior). ¿Qué quiere decir que son heterogéneos? Básicamente que cada agente tiene reglas de decisión diferentes, las cuales evolucionan en función de cambios en el entorno y sus intentos de anticiparse a estos cambios (cada conductor intenta decidir qué hacer en función de qué información tiene y cómo espera que reaccione el resto de los conductores ante la situación de tráfico). La siguiente capa está compuesta por la interacción de los agentes, que forma una estructura o **emergencia** (el tráfico de las vías). Finalmente, esta emergencia actúa como un **sistema de nivel superior**, cuyo

⁵ Mauboussin, Michael (2009): *Think Twice: Harnessing the Power of Counterintuition*. Boston: Harvard Business Press.

comportamiento no podemos predecir analizando las decisiones individuales de cada uno de los agentes (no podemos predecir la evolución final del tráfico, estudiando el comportamiento individual de los conductores). En definitiva, los sistemas complejos adaptativos, como se recalcó hace un momento, no son predecibles.

Más interesante resulta comprender algunos atributos de estos sistemas adaptativos complejos, por su aplicación a los mercados bursátiles. En concreto, vamos a centrarnos en tres: la heterogeneidad de los agentes que lo componen, la retroalimentación y la no-linealidad.⁶

Comencemos por el primero de ellos: la **heterogeneidad**. ¿Por qué es tan importante para un sistema adaptativo complejo que esté compuesto por agentes heterogéneos? Muy sencillo, para que el sistema funcione correctamente. **De lo contrario, el sistema se volverá frágil e ineficiente**. Pensemos en los mercados. A largo plazo, al menos bajo esta premisa trabajamos en Horos, las compañías tienden a reflejar su valor en bolsa. Sin embargo, el tiempo que tarde en reflejarlo depende de innumerables factores, siendo uno muy relevante el que los inversores tengan un comportamiento heterogéneo. ¿Por qué? Básicamente, si muchos inversores actúan de manera similar, se pueden generar ineficiencias en los precios a los que cotizan las compañías. Estas ineficiencias podrán ser más importantes cuanto más inversores actúen igual y cuanto más tiempo mantengan este **comportamiento de rebaño**.

Ejemplo de ello lo encontramos en históricas burbujas bursátiles, como la de las "Nifty Fifty" (50 compañías percibidas como las más sólidas del momento) en los años 70 o la de las "punto.com" a finales de los 90. En estos casos, se instala en la comunidad inversora la narrativa de que determinados valores solo pueden subir y cada vez más dinero entra en el capital de esas empresas (saliendo de otras), alimentando la subida de sus acciones (y la caída del resto) y ese convencimiento sobre su inevitable ascenso. El proceso se **retroalimenta** (segundo atributo de los sistemas adaptativos complejos) hasta que ya no da más de sí y se desencadena el terrible pinchazo. Lo mismo sucede con los periodos bajistas de bolsa, en los que el pánico se adueña de los inversores y, durante un tiempo, vender parece la mejor decisión porque mañana la bolsa estará más abajo. Ejemplo de ello serían los últimos meses de 2008 y, especialmente, los dos primeros de 2009. Hasta que, finalmente, la valoración de las compañías actúa como fuerza gravitatoria y las cotizaciones inician una fase violenta de recuperación.

⁶ Recomiendo este estudio de Michael Mauboussin para profundizar algo más sobre el tema: "Revisiting Market Efficiency: the Stock Market as a Complex Adaptative System" (Journal of Applied Corporate Finance. Volume 14 Number 4. Winter 2002).

Sin embargo, no hace falta que vayamos a casos tan lejanos. Estos dos últimos años hemos sido testigos de dos periodos en los que la heterogeneidad de los inversores ha brillado por su ausencia. Así, desde inicios de 2018 hasta primeros de 2020, hemos vivido lo que bautizamos en anteriores comunicaciones como "la gran divergencia".⁷ Un periodo que se ha caracterizado, especialmente, por la concentración del flujo inversor en compañías que arrojen una mayor certidumbre en sus resultados y cuenten con mayor capitalización bursátil (más líquidas), sin importar los (exigentes) múltiplos a los que cotizaban. La otra cara de la moneda la han padecido las compañías con negocios más cíclicos y de menor capitalización bursátil (menos líquidas), sufriendo un continuo varapalo en el precio de sus acciones, también obviando los (atractivos) múltiplos a los que cotizaban. Por tanto, una situación que recuerda, con sus particularidades, a la de las burbujas que antes mencionábamos, con sus poderosas dinámicas de retroalimentación.

Ahora nos encontramos, no obstante, en un entorno que recuerda mucho más al vivido en el año 2008. La incertidumbre sobre el impacto y la duración del coronavirus y de las medidas adoptadas en los distintos países, han generado una ola vendedora de los inversores, sin importar las valoraciones que ofrecerán las compañías una vez el mundo se recupere de este shock. **Cuando el pánico vendedor se instala en los mercados y la preferencia por la liquidez se dispara, la heterogeneidad de los inversores brilla por su ausencia y el proceso se retroalimenta, desencadenando caídas impensables y una volatilidad extrema.**

Estos resultados extremos se explican por el tercer atributo destacable de los sistemas adaptativos complejos: la **no-linealidad**.

Al ser sistemas adaptativos complejos, (los mercados) son no-lineales y se adaptan continuamente a los cambios en la información, circunstancias y condiciones, y estos cambios pueden ser abruptos, violentos y aterradores.⁸

En definitiva, la incertidumbre y la información incompleta del momento, ante los potenciales y (muy) diferentes escenarios que la pandemia del coronavirus puede desencadenar, provoca que los inversores reaccionen al unísono, extrapolando primero el peor de los mundos en muy poco tiempo y, posteriormente, tratando de anticipar el giro al alza del mercado. Esto se traduce en que hayamos roto muchos registros en cuanto a la velocidad de la corrección bursátil o con respecto a caídas y

⁷ Para profundizar sobre este tema, le animamos a visualizar nuestra I Conferencia Anual para inversores (ver [aquí](#)).

⁸ Traducción libre de "Being complex adaptive systems, they are nonlinear and constantly changing as circumstances and conditions and information warrant, and those changes can be abrupt, violent, and frightening". Extraído de "How Markets as Complex Adaptive Systems Process COVID-19" (Bill Miller, 16 de marzo de 2020).

subidas diarias de muchos índices. **Según se vaya vislumbrando el impacto real de esta terrible situación, la volatilidad se irá reduciendo y el mercado irá descontando con mayor precisión sus consecuencias.**

Esto en cuanto al comportamiento de los mercados. Ahora bien, ¿qué esperamos que suceda en las economías y qué temen los inversores? A ello dedicaremos el siguiente apartado.

Un triple shock de difícil digestión

La mayoría de los inversores vigilan los beneficios y otras medidas convencionales. Sin embargo, es la liquidez la que mueve el mercado.

— Stanley Druckenmiller

Acabamos de ver cómo la incertidumbre y la información incompleta alimentan el comportamiento de rebaño de los inversores, desencadenando violentos movimientos en los mercados. Pero ¿de qué incertidumbre estamos hablando? ¿Qué escenarios están descontando (o empezando a descontar) las bolsas de todo el mundo? En esencia, el mercado está anticipando un potencial shock de liquidez derivado de otros dos shocks generados por la pandemia del coronavirus.⁹

El primero de estos shocks, **el shock de oferta**, se inició hace varias semanas y se ha acentuado con el tiempo, según el virus se propagó desde China al resto del mundo. La gran mayoría de empresas ha detenido o reducido drásticamente su actividad, ya porque se han ido cerrando las fronteras, ya porque sus empleados no pueden abandonar sus casas para ir a trabajar. Por tanto, las economías han visto cómo se desploma dramáticamente su capacidad productiva. Este shock de oferta ha desencadenado otro: **el shock de demanda**. Los ciudadanos de todo el mundo, ante la perspectiva de poder perder su puesto de trabajo o ver reducido su sueldo, incrementan sustancialmente su demanda de liquidez. Lo mismo sucede con las empresas, que tienen que hacer frente a una serie de costes (sueldos de empleados, pagos a proveedores, etc.) con su capacidad para generar ingresos muy mermada. **Todo ello lleva a una reducción del consumo presente y de la inversión y a un atesoramiento de la liquidez**, con el objetivo de incrementar el colchón frente a potenciales necesidades futuras. Aquí encontramos otra explicación a las fuertes caídas bursátiles de estas semanas. Muchos inversores prefieren tener liquidez hoy,

⁹ Muy recomendable el artículo de Juan Ramón Rallo: "Políticas de estímulo: impotentes frente al coronavirus" (El Confidencial, 13 de marzo de 2020).

aunque sea con un valor muy inferior, a vivir con la incertidumbre de cuál puede ser su valor dentro de dos meses, especialmente si ese dinero hace falta.

Aprovecho para abrir aquí un inciso y recordar por qué recomendamos siempre a nuestros partícipes que inviertan solo aquel dinero que no vayan a necesitar en varios años. Es la única manera de asegurarnos de no tener que vender en el peor momento, es decir, con el valor de nuestra inversión en niveles deprimidos, justo cuando es mayor su potencial de revalorización.

El tercer shock es consecuencia de los dos anteriores: **el shock de liquidez**. Si la situación se agrava y se dilata en el tiempo, llegará un momento en el que las necesidades de liquidez para hacer frente a los pagos de ciudadanos y empresas se vuelva insostenible, incrementando ostensiblemente sus necesidades de financiación (por ejemplo, pidiendo al proveedor un retraso en el cobro, a los bancos líneas de crédito o acudiendo al mercado de capitales para emitir deuda). El problema es que, en este entorno de inactividad, nadie tiene capacidad para incrementar la financiación. Los mercados de capitales se cierran o se vuelven más inaccesibles para muchas empresas, al elevarse la rentabilidad exigida a la emisión de nueva deuda, y los bancos pierden capacidad (y deseo) de prestar al incrementarse su morosidad presente y, potencialmente, futura. Por este motivo, los bancos centrales de todo el mundo han lanzado gigantescos planes de estímulo monetario, que buscan reducir o mitigar este shock de liquidez.¹⁰ En la misma línea, los gobiernos de todas las economías han adoptado medidas económicas que contribuyan a combatir este problema. El tiempo dirá si estas decisiones que los bancos centrales y gobiernos están adoptando van bien encaminadas y cuáles son sus, probablemente, indeseables consecuencias.

Ahora que hemos intentado valorar sucintamente el impacto de la pandemia en las economías, con el objetivo de poder comprender los miedos de los inversores, vamos a dedicar el resto del documento a explicar qué estamos haciendo con nuestras carteras y qué podemos esperar de ellas a futuro.

¿Nada nuevo bajo el sol?

Las compañías sin deuda no pueden quebrar

— Peter Lynch

¹⁰ Para profundizar sobre el plan de estímulo monetario de la Reserva Federal de Estados Unidos y sus riesgos/efectos secundarios, recomiendo la lectura del siguiente artículo de Juan Ramón Rallo: "La masiva socialización de riesgos de la Reserva Federal" (El Confidencial, 25 de marzo de 2020).

En un entorno como el que acabamos de escribir, resulta prácticamente imposible que nuestras inversiones no se vean, en mayor o menor medida, impactadas. ¿Cómo podemos proceder como inversores ante esta complicada situación? Fundamentalmente de dos maneras. Por un lado, tenemos que evaluar los **riesgos de liquidez** de nuestras compañías en un momento en el que el acceso a la financiación se vuelve tan difícil, como sucede ahora. Un problema de iliquidez puede convertirse en uno de insolvencia y derivar, como medidas desesperadas por parte los equipos directivos de las empresas, en ampliaciones de capital fuertemente dilutivas para sus accionistas o en ventas de activos a precios de derribo. En este sentido, afrontamos con cierta tranquilidad estos potenciales riesgos financieros, al presentar hoy alrededor de **la mitad de nuestras compañías una posición de caja neta**. Además, con la excepción de contadas situaciones que describiremos enseguida, el resto de las compañías cumplen, al menos, uno de los siguientes requisitos: endeudamiento muy reducido, fuerte capacidad de generación de caja, negocios defensivos, flujos de caja predecibles o activos en propiedad que permitan cubrir la deuda y/o necesidades de liquidez.

Por otro lado, debemos analizar si la **capacidad de generación de caja normalizada** de nuestras compañías se ha visto mermada o si el negocio, una vez superemos esta crisis, mantendrá sus dinámicas anteriores intactas. Ambos factores, el riesgo de liquidez y la capacidad de generación de caja normalizada, han contribuido a incrementar o disminuir nuestra convicción en nuestras inversiones y sus potenciales de revalorización y, como consecuencia, han determinado los movimientos que hemos realizado en nuestras carteras este trimestre.

HOROS VALUE INTERNACIONAL

Reducciones/salidas:

PLATAFORMAS PETROLÍFERAS

Reducimos exposición del 3,7% al 0,8%

Posiciones: Shelf Drilling (0,7%) y Borr Drilling (0,1%)

Un caso muy claro en el que los riesgos de liquidez se han incrementado sobremanera las últimas semanas, lo tenemos en las compañías dueñas de **plataformas petrolíferas**. En concreto, vemos riesgos financieros difíciles de asumir en aquellas compañías que no cuenten con una buena cobertura de contratos (plataformas alquiladas), con mayor exposición a la explotación de petróleo en aguas profundas (últimas en ser contratadas, al requerir mayor duración y magnitud de capital comprometido por las petroleras) y con un exigente calendario de deuda (vencimientos cercanos y elevados). Es importante destacar que ya el

trimestre pasado decidimos limitar, como explicamos en nuestra anterior carta, nuestra exposición a **Valaris** por estos mismos riesgos, especialmente al retrasarse nuestra tesis de recuperación en las tasas de utilización de sus plataformas más de lo previsto y complicarse su situación de liquidez. Por este motivo, redujimos drásticamente nuestro peso en la compañía e incrementamos nuestra inversión en **Shelf Drilling**, donde los riesgos de liquidez están mucho más controlados, al contar con una mayor cobertura de contratos y menor exposición a aguas profundas que **Valaris**.

A finales de febrero, incluso antes de que se produjera el apogeo del impacto de la pandemia y de que Arabia Saudí decidiera terminar con los recortes de producción de petróleo, ante la falta de acuerdo con Rusia, liquidamos nuestra inversión en **Valaris** por los riesgos que acabamos de comentar, tras la publicación de resultados anuales de la compañía y los comentarios del equipo directivo en la posterior conferencia. Además, pese a sus importantes caídas, decidimos no incrementar nuestras inversiones en **Shelf Drilling** o **Borr Drilling**, las dos compañías de plataformas que nos quedan en cartera, a tenor del previsible impacto que los bajos precios del petróleo tendrán sobre las inversiones de las compañías petrolíferas. Si bien es cierto que estos precios bajos y la tensión en los mercados de capitales, pueden ser la puntilla necesaria para que se frene o caiga la producción del petróleo de esquisto de Estados Unidos y, finalmente, la oferta de petróleo no alcance a cubrir la demanda, originando una subida en el precio de petróleo y en las inversiones de las petroleras, creemos que **no tiene sentido asumir ciertos riesgos en un momento en el que abundan las oportunidades de inversión.**

ACERO INOXIDABLE

Reducimos exposición del 6,9% al 5,2%

Posiciones: Aperam (5,2%)

También hemos realizado cambios en nuestra exposición al **acero inoxidable**, donde hemos mantenido una posición relevante a través de nuestras inversiones en **Outokumpu** y **Aperam**. En este caso, aunque los riesgos de liquidez son muy inferiores a los comentados en el caso de las plataformas, hemos decidido liquidar nuestra inversión en **Outokumpu** (donde ya habíamos reducido más del 40% de nuestra posición en febrero, tras su fuerte subida) y concentrar nuestra inversión en **Aperam**. La primera siempre ha presentado un perfil financiero más débil, con un endeudamiento superior a las 3x en términos de deuda neta/EBITDA.

Adicionalmente, es la compañía de las cotizadas europeas del sector con peor posicionamiento competitivo. Pese a su atractivo potencial en estos momentos, preferimos mantener solo **Aperam** en cartera, al presentar un potencial similar, pero con una posición financiera mucho más sólida, que le permitirá capear cualquier escenario económico que se presente, además de contar con un equipo gestor que realiza una excelente gestión del capital de la compañía.

OTRAS

Ventas del 9% del fondo

Salen IWG, Alphabet, Zeal Network y LSL Property Services

Asimismo, hemos vendido en su totalidad nuestras inversiones en **IWG, Alphabet, Zeal Network y LSL Property Services**. En el caso de **IWG**, vendimos nuestra inversión en la compañía líder de alquiler de centros de negocios a finales de enero, semanas antes de que se desencadenara la actual situación, por su escaso potencial de revalorización en aquellos momentos. Mientras que el resto de las desinversiones se producen, única y exclusivamente, por contar con un potencial de revalorización significativamente inferior al del resto de los valores que hoy componen la cartera de Horos Value Internacional. Estos son momentos para aprovechar las grandes oportunidades que el mercado nos está brindando y si queremos generar valor para nuestros partícipes, no nos tiene que temblar el pulso a la hora de concentrar la cartera en aquellas ideas que pensamos arrojarán mejores rentabilidades los próximos años.

Este primer trimestre de 2020, a pesar de que los índices y nuestras carteras han obtenido rentabilidades históricamente negativas, ha supuesto la venta de nuestras clásicas participaciones en las compañías británicas **LSL Property Services** e **IWG**, durante los meses de enero y febrero. Ambas participaciones eran de las más antiguas de nuestra cartera (al igual que **Clear Media**, que comentaremos posteriormente).

Las acciones de **IWG** se habían apreciado a lo largo del último año más de un 130%, impulsadas por los cambios fomentados por su CEO y máximo accionista, Mark Dixon, en el modelo de gestión de la compañía de espacios de trabajo compartido. En concreto, Dixon estableció un programa con el objetivo de crear valor para el accionista, desinvirtiendo (y poniendo en precio con la operación) algunas zonas geográficas y tendiendo a un modelo de compañía menos intensivo en capital y apoyado en un mayor volumen de franquiciados, ayudando así a escalar el negocio de forma más rápida. Es la segunda vez en los últimos años que invertimos con éxito en esta empresa.

En cuanto a **LSL Property Services**, la empresa de tasaciones y agencia inmobiliaria se anotó más de un 80% en los últimos 6 meses, gracias a la mayor visibilidad sobre el Brexit y al potencial acuerdo de fusión con el líder de mercado en Reino Unido, Countrywide, en un momento en el que el elevado endeudamiento podía asfixiar a esta última. La prudencia en la gestión de muchas de las compañías que tenemos en cartera, así como su solidez financiera, les permite aprovechar este tipo de oportunidades cuando aparecen grandes turbulencias. De momento, parece que **LSL** ha descartado, finalmente, la fusión.

Ambos casos ilustran el hecho de que, en ocasiones, los catalizadores para nuestras inversiones llegan en el momento menos pensado. De ahí, la **importancia de tener un sólido proceso de inversión, combinado con una visión de muy largo plazo.**

Incrementos/entradas:

INFRAESTRUCTURAS Y TRANSPORTE DE GNL Y PETRÓLEO

Incrementamos exposición del 3,5% al 10,9%

Posiciones: Teekay Corp. (6,6%), Teekay LNG (2,2%) y Golar LNG (2,1%)

A nuestro entender el mercado no está sabiendo discriminar, adecuadamente, los riesgos de liquidez de algunas de las compañías del sector de infraestructuras y transporte de gas natural licuado (GNL) y petróleo. Especialmente llamativo nos parece el caso de **Teekay Corporation** y de su filial **Teekay LNG**. Por este motivo, hemos decidido incrementar nuestra posición en **Teekay Corp.** y hemos iniciado una posición en **Teekay LNG**.

En el caso de **Teekay LNG**, la compañía dueña de buques que transportan GNL cuenta con una cobertura de contratos de larga duración, firmados con clientes de bajo riesgo de contrapartida (algo vital en estos momentos de parálisis económica, al existir el miedo de que los clientes soliciten la suspensión del pago pactado por causa de fuerza mayor), que le garantizan una estabilidad en su generación de caja para los próximos años, independientemente del grado de utilización del activo por parte del cliente y de la evolución del precio del GNL (contratos "take-or-pay"). Esto le permite ir reduciendo su deuda y retribuir de manera (muy) atractiva a sus accionistas, tanto a través de incrementos continuos de dividendos, como mediante recompras oportunistas de acciones.

En cuanto a **Teekay Corp.**, recordemos que la compañía es dueña del c.34% de **Teekay LNG**. Adicionalmente, controla c.29% de **Teekay Tankers**, compañía de transporte de petróleo, y es dueña de tres unidades FPSOs (Unidades Flotantes de Producción, Almacenamiento y Descarga de gas y petróleo). Curiosamente, además de la buena dinámica de **Teekay LNG** que acabamos de describir, **Teekay Corp.** se está viendo beneficiada por el positivo impacto para **Teekay Tankers** que están suponiendo los actuales precios de derribo del petróleo, al dispararse la demanda de transporte y almacenamiento de esta materia prima y, con ella, los precios de alquiler (fletes) de este tipo de barcos. De hecho, desde finales de febrero, la cotización de **Teekay Tankers** se ha apreciado cerca de un 100%.

Por último, uno de los puntos más débiles de **Teekay Corp.** residía en la histórica destrucción de caja de sus FPSOs. Sin embargo, la compañía ha ido solventando la situación y, a finales de marzo, anunció un nuevo contrato para su FPSO Foinaven, que era la que daba a la compañía más problemas en cuanto a destrucción de caja se refiere. Este contrato tiene una duración de diez años y supone el ingreso de un pago adelantado de 67 millones de dólares, cifra notablemente más elevada de la que teníamos en nuestras estimaciones. En cuanto a las otras dos FPSOs, Hummingbird consiguió en 2019 una extensión de contrato hasta 2023 y Banff, la tercera FPSO, finalizará su contrato y sus operaciones este 2020, momento en el que se procederá a su desmantelamiento.

En definitiva, posiblemente **Teekay Corp.** se encuentre en uno de los mejores momentos de los últimos años, en cuanto a evolución de su negocio y riesgos financieros. Pese a ello, su cotización llegó a dejarse cerca de un 60% en lo que llevamos de 2020. Hace tiempo que no encontramos una discrepancia tan clara entre la evolución de los fundamentales de un negocio y su cotización. Esto explica el aumento de nuestra exposición a la compañía.

Asimismo, hemos invertido en **Golar LNG**, compañía de infraestructuras y transporte de gas natural licuado (GNL), cuya penalización bursátil de los últimos meses nos parece excesiva, incluso teniendo en cuenta un escenario negativo de liquidez para la empresa. Se trata de una compañía compleja de analizar, a la que hemos dedicado varios meses de trabajo. A modo de resumen, **Golar LNG** tiene exposición, a través de sus distintas líneas de negocio, a la práctica totalidad de la cadena de valor del GNL. En concreto, la compañía es dueña de FLNGs (Unidades Flotantes de Licuefacción de Gas) que se dedican a convertir el gas de los yacimientos en GNL. Adicionalmente, **Golar LNG** ostenta varios buques de transporte de GNL, así como FSRUs (Unidades Flotantes de Almacenamiento y Regasificación de GNL). También controla el 50% de Golar Power, JV constituida con Stonepeak Infrastructure Partners en 2016 y dueña, entre otros, del 50% de

Sergipe (situada en Brasil, es la mayor planta de generación eléctrica con gas de América del Sur) y de Nanook (FSRU que dará servicio, fundamentalmente, a Sergipe), así como del 50% de Bacarena, otra planta brasileña de generación eléctrica con gas que no estará disponible hasta después de 2025. Por último, **Golar LNG** controla el 32% de **Golar LNG Partners**.

Se trata, por tanto, de una compañía que nos da exposición a las positivas dinámicas de largo plazo del gas natural, a través de sus diferentes líneas de negocio. Sin embargo, distintos riesgos financieros (pensamos que asumibles) de corto plazo, están penalizando a la acción de **Golar LNG**, cuyos precios actuales no dan, entre otros, ningún valor a Gimi (contrato para la explotación de un FLNG 70% propiedad de Golar LNG y que, firmado con BP por 20 años, entrará en funcionamiento en 2022) o las potenciales extensiones de Hili (FLNG operando con Perenco, que podría ampliar su capacidad productiva). Además, **Golar LNG** está dirigida por Tor Olav, empresario noruego con el que estuvimos reunidos en noviembre del pasado año, que ha conseguido generar extraordinarias rentabilidades los últimos 20 años en la complicada industria naviera. Tor Olav es dueño del 5% de la compañía, lo que garantiza una alineación con el resto de los accionistas.

OTRAS

Compras por el 4% del fondo

Posiciones: AerCap (5,1%), Naspers (4,8%) y Tai Cheung Holdings (2,1%)

Al margen del importante incremento en nuestra exposición al sector de infraestructuras y transporte de gas y petróleo, hemos aprovechado el pánico vendedor del periodo para aumentar nuestra posición en las compañías **AerCap**, **Naspers** y **Tai Cheung Holdings**.

AerCap es la compañía líder en alquiler de aviones comerciales.¹¹ Su cotización se ha desplomado el último mes, llegando a dejarse cerca 80% de su valor en bolsa. Cuando una compañía financiera llega a cotizar a un 20% de su valor en libros, es obvio que el mercado está descontando poco menos que su quiebra. Si esto es así, ¿cuáles son los miedos que han llevado a los inversores a valorar **AerCap** en estos niveles? Y, lo que es incluso más relevante, ¿por qué hemos decidido incrementar nuestra inversión en la misma? Para responder a la primera pregunta necesitamos repasar, brevemente, el funcionamiento del negocio de **AerCap**. La compañía adquiere aviones fabricados, fundamentalmente, por Airbus y Boeing, para,

¹¹ Si desea profundizar sobre nuestra tesis de inversión en AerCap, puede hacerlo visualizando el siguiente vídeo (ver [aquí](#)) o leyendo la siguiente carta trimestral (leer [aquí](#)).

posteriormente, alquilarlos durante varios años a las aerolíneas (en ocasiones, adquieren aviones de las propias aerolíneas para volver a alquilárselos después). Para financiar estas adquisiciones, **AerCap** se endeuda emitiendo bonos en el mercado de capitales o consigue financiación bancaria. Aquí reside el primero de los miedos. La incertidumbre ante la magnitud del potencial deterioro del negocio, ha llevado a que la emisión de nueva deuda sea muy difícil, por lo inasumible de las rentabilidades exigidas por los inversores.

Si no puedes emitir deuda, ¿cómo vas a hacer frente a tus próximos compromisos de inversiones (compras de nuevos aviones) y vencimientos de deuda? En circunstancias normales, **AerCap** asumiría estos compromisos, además de emitiendo nueva deuda, con los flujos de efectivo generados por el propio negocio (cobro de rentas por el alquiler de los aviones) y la venta de aviones en el mercado secundario. Efectivamente, aquí reside el segundo temor del mercado, ¿puedes seguir cobrando rentas en un entorno en el que tus clientes no pueden generar dinero? La práctica totalidad de las aerolíneas del mundo está sufriendo una de sus peores crisis. Si las personas no pueden viajar y los aviones no pueden volar, es cuestión de tiempo que muchas de ellas se descapitalicen y quiebren. Por otro lado, **AerCap** ha sido un vendedor activo de aviones (con grandes retornos) en el mercado secundario, aprovechando la gran demanda de los últimos años por este tipo de activos. En este entorno de incertidumbre, no parece probable que puedan mantener el ritmo de desinversiones, por lo que esta fuente de liquidez se ve también mermada. No parece un panorama que anime a invertir en la compañía, precisamente.

Sin embargo, existen varios factores que nos animan a ver el futuro de **AerCap** con cierto optimismo. Para empezar, **AerCap** siempre ha sido una compañía gestionada de manera muy conservadora, lo que le ha llevado a operar con un colchón de liquidez elevado para hacer frente a posibles situaciones adversas. En concreto, **AerCap** contaba a cierre de ejercicio con una ratio de liquidez que le permitiría hacer frente a año y medio de compromisos de inversiones y vencimientos de deuda. Adicionalmente, el grueso de la flota de aviones de **AerCap** (valor de más de 28.000 millones de dólares) se podría utilizar como colateral para futuro endeudamiento, si fuera necesario.

En cuanto a la situación de sus clientes, **AerCap** ha anunciado, como el resto de las empresas del sector, que facilitará un retraso en los pagos a sus mejores clientes y no se pueden descartar (de hecho, otras compañías como BOC Aviation lo han hecho ya), adquisiciones directas de aviones de las aerolíneas para aliviarlas financieramente y obtener buenas rentabilidades con la operación. Además, el gran tamaño de **AerCap** le ha permitido diversificar, enormemente, su base de clientes

(unos 200) y poder ser exigente con las garantías requeridas a aquellos con peor perfil operativo y/o financiero (depósitos por potenciales impagos o mantenimiento mínimo del avión, por ejemplo). Más en concreto, la compañía cuenta con una importante exposición a entidades asiáticas (40% de los ingresos, incluyendo Rusia), fundamentalmente aerolíneas estatales chinas, donde no parece que existan riesgos de quiebras masivas y donde, además, la situación empieza a recuperarse algo (de hecho, hay clientes de allí que están empezando a devolver rentas aplazadas a **AerCap**). No obstante, otra variable que nos da relativa tranquilidad con respecto a las aerolíneas, son los esperables masivos rescates gubernamentales del sector, al ser una industria muy vinculada a los intereses nacionales.

Por último, es importante destacar que, en un entorno de parálisis en la actividad productiva, Boeing y Airbus no podrán seguir fabricando aviones al ritmo esperado, por lo que los compromisos de inversión de **AerCap** se verían reducidos drásticamente.

En definitiva, aunque pensamos que **AerCap** va a sufrir un relevante impacto en sus resultados de 2020, la compañía cuenta con un importante colchón de liquidez, así como mecanismos adicionales que le permitirían capear con elevadas garantías este temporal. A todo ello hay que unir al que posiblemente sea el mejor equipo directivo de la industria, así como un crecimiento estructural del tráfico aéreo al que volveremos, sin lugar a duda, una vez se supere esta pandemia.

Por su parte, hemos aprovechado las caídas de **Naspers**, para incrementar nuestra posición en la compañía. El holding sudafricano de plataformas tecnológicas ha sufrido una fuerte corrección en bolsa en el periodo, incluso superior a la de **Tencent Holdings**, principal participada de la compañía y grueso de la valoración de **Naspers**. Estamos convencidos de que el ecosistema de negocios de **Tencent** (videojuegos online, plataformas de vídeo, pagos o redes sociales) le protege en este complicado entorno e, incluso, saldrá beneficiado del mismo.¹²

El aumento de nuestra inversión en **Tai Cheung** responde a que, durante el anterior trimestre, no habíamos finalizado aún la construcción de nuestra posición en esta compañía promotora de inmuebles de lujo en Hong Kong y Estados Unidos y dueña del 35% del hotel Sheraton de Hong Kong.

¹² Si desea profundizar sobre nuestra tesis de inversión en Naspers, puede hacerlo visualizando el siguiente vídeo (ver [vídeo](#)) o leyendo la siguiente carta trimestral (leer [aquí](#)).

Otras inversiones destacables:

URANIO

Peso del 8,8% del fondo

Posiciones: Uranium Participation Corp. (5,0%) y Yellow Cake (3,8%)

La principal posición del fondo es nuestra inversión en el uranio, a través de los vehículos **Uranium Participation Corporation (UPC)** y **Yellow Cake (YCA)**, que compran uranio para su almacenamiento, con la finalidad de dar exposición a sus accionistas a la evolución del precio de este elemento químico. Este trimestre, el uranio ha presentado una buena evolución, anotándose un 10% en el periodo, siendo especialmente positiva la última semana de marzo, con una subida del 13% de esta materia prima.

Esta escalada tan importante de los últimos días del trimestre responde al impacto que el coronavirus está teniendo en la oferta del uranio. En concreto, la compañía canadiense **Cameco**, anunció el cierre temporal (al menos 4 semanas) de su mina Cigar Lake, la mayor mina en activo actualmente (13% de la producción mundial de uranio en 2018). Poco después, Namibia anunciaría medidas similares para el país, causando cierres temporales o reducciones de actividad en sus operaciones de minería, impactando en sus minas Rössing Uranium (4% de la producción) y Husab (6%). Según se extiende la pandemia, parece inevitable que también termine afectando a la producción de Uzbekistán, Kazajistán, Australia o Níger.

¿Por qué sube el precio del uranio en este entorno de caída de actividad, al contrario de lo que sucede en otras materias primas? Básicamente porque, al tratarse de una producción invariable (no pueden "apagarse" y "encenderse" de un día para otro), las centrales nucleares contribuyen a satisfacer la carga base (demanda mínima) de las redes eléctricas. Por tanto, sus clientes continúan consumiendo uranio. Ahora bien, las centrales nucleares pueden, por ejemplo, ajustar sus inventarios y/o retrasar sus recargas de combustible durante un tiempo, con lo que esa demanda esperada estaría cayendo. ¿Qué explica, entonces, esta importante subida del precio del uranio? Las dinámicas de oferta y demanda anteriores a esta crisis que, con la situación actual, se han exacerbado.

No vamos a volver a resumir la tesis de inversión del uranio.¹³ Sin embargo, es importante recordar que las compañías eléctricas llevan años sin comprar uranio en el mercado de largo plazo (contratos firmados para adquirir uranio durante varios ejercicios). Esta situación debiera estar cerca de dar un giro de 180 grados,

¹³ Para un rápido repaso sobre nuestra tesis de inversión en el uranio, puede visualizar el siguiente vídeo (ver [vídeo](#)).

al comenzar a repuntar (dramáticamente en países como Estados Unidos) las necesidades de uranio sin cubrir para que estas centrales sigan operando. En un mercado en el que, tras años con importantes recortes, la oferta no alcanza a cubrir la demanda, si se producen restricciones adicionales de producción, es de esperar un tensionamiento en el mercado que induzca a las compañías eléctricas a volver al mercado de largo plazo, especialmente cuando **Cameco** tiene que comprar en el mercado spot más de 20 millones de libras este año (c. 30% del volumen negociado en 2019) y **Kazatomprom**, principal productor de uranio, ha anunciado que no va a vender más uranio en ese mercado (solo suministrará uranio a compradores que tengan firmados con ellos contratos de largo plazo).

Curiosamente, la evolución de nuestros vehículos no ha sido positiva en el periodo (**UPC** perdió un -4,4% en el trimestre y **Yellow Cake** un -6,5%), incrementando el descuento con el que cotizan estos vehículos con respecto a sus inventarios de uranio. De hecho, justo antes del punto de inflexión que se produjo con el anuncio del cierre de Cigar Lake, **UPC** estaba cotizando con uno de sus mayores descuentos históricos, en niveles similares a los de las crisis de 2008 o el accidente de Fukushima en Japón en 2011. Solo la salida precipitada de inversores puede explicar esta anomalía.

CLEAR MEDIA

Peso del 4% del fondo (liquidada posición en abril)

Una de las (pocas) alegrías del trimestre, en cuanto a rentabilidad se refiere, nos la ha dado **Clear Media**. La compañía hongkonesa, líder indiscutible en publicidad para marquesinas al aire libre de China, recibió una OPA el 31 de marzo, por parte de un consorcio liderado por el equipo directivo de la propia **Clear Media** y participado, entre otros, por Ant Financial (brazo financiero del grupo chino **Alibaba**) y la compañía francesa de publicidad **JCDecaux**. El precio ofertado por el consorcio es de 7,12 dólares hongkoneses por acción, lo que implica una prima cercana al 40% sobre su cierre del día anterior al anuncio.

Conocemos **Clear Media** desde hace varios años en los que hemos sido accionistas, casi ininterrumpidamente. Como sabe, volvimos a invertir en ella en el tercer trimestre del pasado año, tras su fuerte corrección de los meses anteriores, derivada de la mala marcha del negocio, ante el enfriamiento económico chino y la reducción de gasto en publicidad de sus principales clientes, de perfil tecnológico. Las medidas anunciadas por la compañía para paliar la situación, su sólida posición financiera y su capacidad para generar caja, unidos a una valoración muy atractiva,

explicaban nuestra inversión en ese momento a precios inferiores a los 4 dólares hongkoneses por acción.

Finalmente, pese a la elevada incertidumbre del momento por el impacto del coronavirus (ahora mismo, prácticamente nadie pone anuncios en las calles), la valoración era demasiado apetecible para que no apareciera un comprador con la capacidad financiera y paciencia que esta inversión requiere, permitiendo que nos anotemos unas plusvalías del 80% en muy poco tiempo. **Este movimiento nos tiene que servir de recordatorio de que, en muchas ocasiones, la propia valoración de las compañías actúa como catalizador. Es muy difícil que un billete de 50 euros tirado en la calle pase desapercibido para todo el mundo.**

HONG KONG

Peso del 13% del fondo (tras la venta de Clear Media en abril)

Posiciones: Keck Seng Investments (4,1%), Asia Standard International (4,1%), Value Partners (3,0%), Time Watch Investments (2,5%) y Tai Cheung Holdings (2,1%)

Nuestra exposición a Hong Kong continúa siendo relevante este 2020, con cinco compañías presentes en nuestra cartera: **Tai Cheung Holdings, Time Watch Investments, Value Partners, Keck Seng Investments y Asia Standard International**. Todas ellas, en mayor o menor medida, están sufriendo el impacto de la pandemia del coronavirus en sus negocios.

Time Watch Investments, el fabricante chino de relojes líder en el mercado doméstico, se ha visto impactado en este primer trimestre por el cierre de la práctica totalidad de sus tiendas durante el mes de febrero. Según nos comentó su director financiero, la mayoría ya vuelven a estar abiertas y se van recuperando, poco a poco, los tráficos en las zonas comerciales. La situación financiera de **Time Watch** es muy sólida, ya que la compañía solamente paga rentas variables en sus tiendas en función del volumen de beneficios, lo que protege al negocio en momentos como el actual. Adicionalmente, la empresa ha sido capaz de generar mucho efectivo estos últimos años y, actualmente, acumula una posición de caja equivalente al 85% del valor de la empresa en bolsa.

Además, **Time Watch** sigue incrementando sus esfuerzos en generar valor para el accionista, lo que hemos podido constatar con la venta de su división de marcas terceras bajo licencia global (que incurría en importantes pérdidas desde su adquisición) y, también, con una notable mejoría en la comunicación con sus accionistas, así como en la información reportada. A nuestro entender, todo esto

contribuirá para que el mercado acabe, más pronto que tarde, poniendo en precio el valor del negocio de la compañía.

En cuanto a **Asia Standard International**, la compañía ha continuado con su actividad hotelera en funcionamiento, a pesar de que el negocio de hoteles en Hong Kong prácticamente ha desaparecido durante este trimestre, debido a los efectos del coronavirus en esta área, donde más del 70% de los visitantes proceden de China.

Asia Standard International, con una situación financiera privilegiada, ha proseguido con su estrategia de compra de bonos de compañías chinas relacionadas con el sector inmobiliario. La entidad se está aprovechando de un momento de gran presión vendedora en el mercado de deuda, para adquirir activos con rentabilidades, en ocasiones, superiores al 30%. A pesar del riesgo de estas inversiones, tras nuestra conversación con la compañía y analizando las empresas emisoras de esta deuda (con endeudamientos que no son, en general, muy preocupantes), pensamos que la estrategia de ganar exposición a la promoción inmobiliaria a través de deuda, en vez de mediante la compra directa de los activos inmobiliarios, es bastante razonable.

En el caso de **Keck Seng Investments**, la situación de los hoteles repartidos por todo el mundo ha llevado a que el impacto sobre los mismos se haya producido con algo más de retraso. De cualquier forma, **Keck Seng** anunció a finales de marzo el cierre del W San Francisco, el Sofitel New York y el Delta Hotels by Marriott de Toronto hasta, al menos, el 30 de abril. Aun así, al igual que en crisis anteriores, el grupo ha aprovechado su solvencia para realizar una transacción oportunista, en este caso, adquiriendo un 35% del hotel Sheraton en Ottawa que todavía no controlaba, con una valoración más de un 30% inferior a su valor de tasación. Una situación semejante a las adquisiciones del hotel de San Francisco en 2009 o la adquisición en 2014 del hotel de Manhattan.

HOROS VALUE IBERIA

Reducciones/salidas:

OTRAS

Ventas del 7% del fondo

Posiciones: Corporación Financiera Alba (2,5%) e Ibersol (1,2%)

Sale Alantra Partners

Al contrario de lo que sucede con los casos puntuales comentados de la cartera internacional, Horos Value Iberia no cuenta con compañías que pudiesen presentar riesgos inasumibles de liquidez en estos momentos. Sin embargo, sí hemos realizado ajustes en la cartera, en función de las oportunidades que nos ha ido ofreciendo el mercado y el potencial relativos de las distintas inversiones.

Por este motivo, hemos decidido vender la totalidad de nuestra posición en **Alantra Partners**, la compañía de gestión de activos, asesoramiento y banca de inversión. Adicionalmente, hemos reducido nuestra inversión en el holding inversor **Corporación Financiera Alba**, así como en la compañía portuguesa de restauración **Ibersol**.

Incrementos/entradas:

OTRAS

Compras por el 8% del fondo

Posiciones: Catalana Occidente (7,7%), Sonae (4,8%), Talgo (3,5%)

y MERLIN Properties (2,9%)

Entre las oportunidades que nos ha brindado el mercado este trimestre, hemos incrementado especialmente nuestra inversión en **Catalana Occidente**, **Sonae** y **Talgo**. Además, hemos iniciado una posición en la SOCIMI **MERLIN Properties**.

Empecemos por el grupo asegurador español **Catalana Occidente**. La compañía ha llegado a sufrir una corrección del 50% en lo que llevamos de año. A nuestro entender, la aseguradora está más que preparada para cualquier escenario que esta crisis plantee. **Catalana Occidente** cuenta con dos divisiones bien diferenciadas, seguro tradicional y seguro de crédito, que suponen alrededor del 57% y 43% del negocio, respectivamente. Por el lado del seguro tradicional (auto, multirriesgos, vida o decesos), esta crisis no debería suponer un gran impacto. Sin embargo, el miedo inversor puede provenir del seguro de crédito, la otra pata del negocio de **Catalana Occidente**. La compañía, segunda del mundo por cuota de

mercado, asegura a terceros frente al potencial impago de sus clientes, por lo que, en un marco económico como el actual, es de esperar un deterioro claro en las posibilidades de pago de los clientes de los asegurados.

Sin embargo, tenemos muchos motivos para pensar que el negocio de seguro de crédito de **Catalana** puede superar este momento sin "mayores" problemas. Por un lado, la aseguradora ya demostró en 2008 y 2009 que esta división, sin el apoyo del capital del resto del grupo, estaba capacitada para aguantar este tipo de entornos y, además, recuperar rápidamente la senda de la rentabilidad y del crecimiento de beneficios. Por otro lado, la compañía ha ido modificando la forma de trabajar de esta división, fortaleciéndola operativamente, con una gestión mucho más activa de los riesgos. Por ejemplo, haciendo un uso importante del reaseguro, exigiendo pago de franquicia a sus clientes para cubrir parte del impago o contando con facilidades para cortar la póliza o subir precios. Por último, esta división ha vivido años de gran bonanza, con ratios combinados netos de reaseguro históricamente bajos, que le han permitido construir un colchón importante de reservas de capital.

A todo lo anterior, tenemos que añadir que la compañía tiene un accionariado familiar (la familia Serra controla más del 60% del capital), un histórico espectacular de creación de valor vía adquisiciones, una gestión eficiente del negocio (ratios combinados por debajo de la industria), un exceso de reservas que podría alcanzar los 800 millones de euros y una valoración muy atractiva (PER de 5x y P/BV de 0,6x). Por este motivo, hemos incrementado nuestra inversión hasta situarla como principal posición de Horos Value Iberia.

Con respecto a **Sonae**, pensamos que el holding portugués cuenta con una posición financiera muy sólida (de hecho, la compañía ha anunciado un incremento del dividendo para 2020) y un equipo directivo muy solvente al mando de cada uno de sus negocios. **Sonae** cuenta con divisiones que no deberían verse significativamente afectadas por la pandemia, como su negocio de distribución de alimentación (Sonae MC) y otros que, si bien sí se verán afectados, como la división dueña y gestora de centros comerciales (Sonae Sierra), tienen capacidad financiera para resistir este complicado entorno. Sin embargo, el mercado no parece compartir nuestra opinión, ya que, a los precios actuales y después de una caída cercana al 50%, solo atribuye valor a su división de distribución (alimentación y otros, como Worten en tecnología y JD Sports/Sprinter en deporte), ignorando por completo el significativo valor de los negocios de centros comerciales (Sonae Sierra) o su participación del 23,5% en la empresa de telecomunicaciones NOS. Por último, la familia Azevedo controla más de la mitad de las acciones, lo que garantiza una fuerte alineación de intereses con sus accionistas.

En cuanto a **Talgo**, la compañía fabricante de material rodante, pensamos que se encuentra en su mejor momento de negocio y financiero para afrontar esta crisis. Por un lado, tras obtener en 2019 pedidos por un importe cercano a los 1.150 millones de euros (la cifra más alta desde 2011) y con los nuevos pedidos conseguidos en lo que llevamos de año, su cartera ha alcanzado los 3.800 millones de euros, lo cual es un récord para **Talgo**. Muy relevante, también, que la compañía está sabiendo abrirse mercado fuera de España, ya que el 95% de estas adjudicaciones son de mercados internacionales. De hecho, la compañía no había estado nunca tan diversificada a nivel geográfico y ha obtenido contratos de fabricación en tres nuevos mercados: Alemania (donde solo estaba presente en mantenimiento), Egipto y Dinamarca, habiéndose adjudicado este último en febrero de 2020.

En relación con el impacto económico derivado del coronavirus, **Talgo** ha realizado un ERTE para 280 personas en España. Adicionalmente, la operativa y los niveles de mantenimiento han bajado tanto en España como en otros países. La compañía cuenta para hacer frente a la situación con una caja neta de c. 60 millones de euros y una liquidez de 320 millones, con líneas sin disponer, adicionales, por 70 millones de euros. Asimismo, **Talgo** ha detenido su programa de recompras de acciones para adoptar una actitud aún más conservadora. Por todo ello, creemos que la compañía se encuentra bien protegida en estos momentos de incertidumbre.

Hemos aprovechado el pánico vendedor para reiniciar una posición en la **SOCIMI MERLIN Properties**. Se trata de una compañía de la que hemos sido accionistas en otras ocasiones y cuya valoración actual nos parece del todo irracional. Para que se haga una idea, a los precios actuales a los que cotiza **MERLIN**, estaríamos comprando sus activos a precios más atractivos que en el peor momento de la anterior crisis. Adicionalmente, pensamos que **MERLIN** cuenta con una cartera de activos de gran calidad y muy diversificados, con exposición a oficinas, centros comerciales, centros de logística y hoteles. A esto hay que añadir los alquileres cobrados desde hace años a BBVA, en más de 700 sucursales y en condiciones económicas muy favorables. Importante, también, destacar que **MERLIN** no cuenta con vencimientos de deuda relevantes hasta 2022. Por último, su último NAV valoraba la compañía en los 15,60 euros, muy por encima de los menos de 7 euros a los que la acción cotiza a cierre de marzo.

Otras inversiones destacables:

Meliá Hotels International

Peso del 7,6% del fondo

Por último, nos gustaría comentar el caso de **Meliá Hotels International**, al tratarse de una de las principales posiciones de nuestras carteras, tanto en Horos Value Iberia como en Horos Value Internacional. El grupo hotelero español ha llegado a perder más de un 70% de su valor en bolsa en poco más de un mes, a raíz del enorme impacto que la pandemia tiene sobre su negocio. Al igual que sucedía con el caso comentado de **AerCap**, el enorme descuento con respecto al valor de sus activos hoteleros (superior al 80% en el mínimo que alcanzó la acción) indica que los inversores no confían en la capacidad de la compañía para aguantar esta crisis, especialmente cuando muchos de sus hoteles no están generando ni un euro de ingresos en estos momentos. Sin embargo, varios motivos nos hacen pensar que la oportunidad de inversión es extremadamente atractiva en estos momentos.

Por un lado, la compañía ha tomado medidas para paliar la situación, en su mayoría encaminadas a minorar el gasto de personal y, por otro, cuenta con liquidez para hacer frente a varios meses sin tener ningún ingreso. Dicho esto, lo más importante y donde reside el valor de la compañía, lo encontramos en sus activos hoteleros. A fecha de 2018, la tasación de estos activos equivalía a más de 15 euros por acción, con la compañía hoy cotizando alrededor de los 3 euros. Podemos discutir si esa valoración hoy tiene sentido y si se realizó cerca de pico de ciclo, pero sí tenemos claro que esos hoteles valen varias veces lo que **Meliá** cotiza hoy en bolsa. Si la situación lo requiriese, la compañía puede desprenderse de algunos de sus activos o utilizarlos como colateral para obtener financiación. Como sucede con la mayoría de nuestras inversiones, el contar con un equipo directivo con un peso muy relevante en el accionariado (la familia Escarrer controla más del 50% del accionariado), nos da la tranquilidad de saber que todas las decisiones se tomarán con el objetivo de maximizar el valor para sus accionistas.

Actualidad

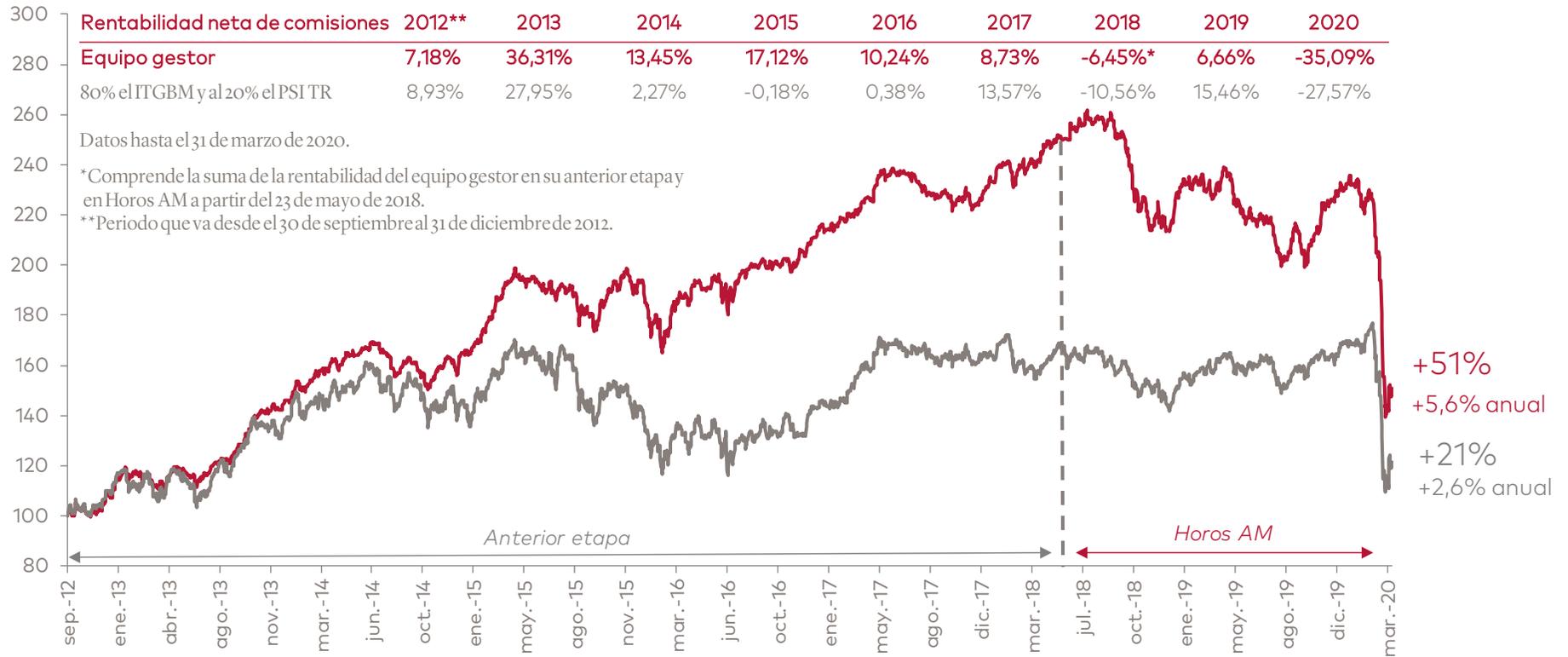
En cuanto a la actualidad más relevante de Horos, este trimestre me gustaría destacar dos colaboraciones que realizamos con la prensa, junto con otras gestoras españolas, para dar nuestra visión sobre el impacto del coronavirus en los mercados. Puede leerlas [aquí](#) y [aquí](#).

Por otro lado, le animo a visualizar (ver [aquí](#)) el webinar que mis compañeros Alejandro y Miguel realizaron con Rankia, donde explicaron la evolución de nuestras carteras a cierre de 2019 y resolvieron distintas dudas de los participantes.

Por último, este trimestre he tenido el privilegio de ser invitado para participar en el próximo Iberian Value, evento de referencia del universo de inversión *value* español. Tras algunos cambios de agenda, por la situación de incertidumbre actual derivada del coronavirus, se espera que el evento tenga lugar el próximo 18 de junio. Desde Horos, le animamos a apuntarse a este evento donde cada gestor expone una de sus ideas de inversión. Puede leer [aquí](#) más información.

Rentabilidades

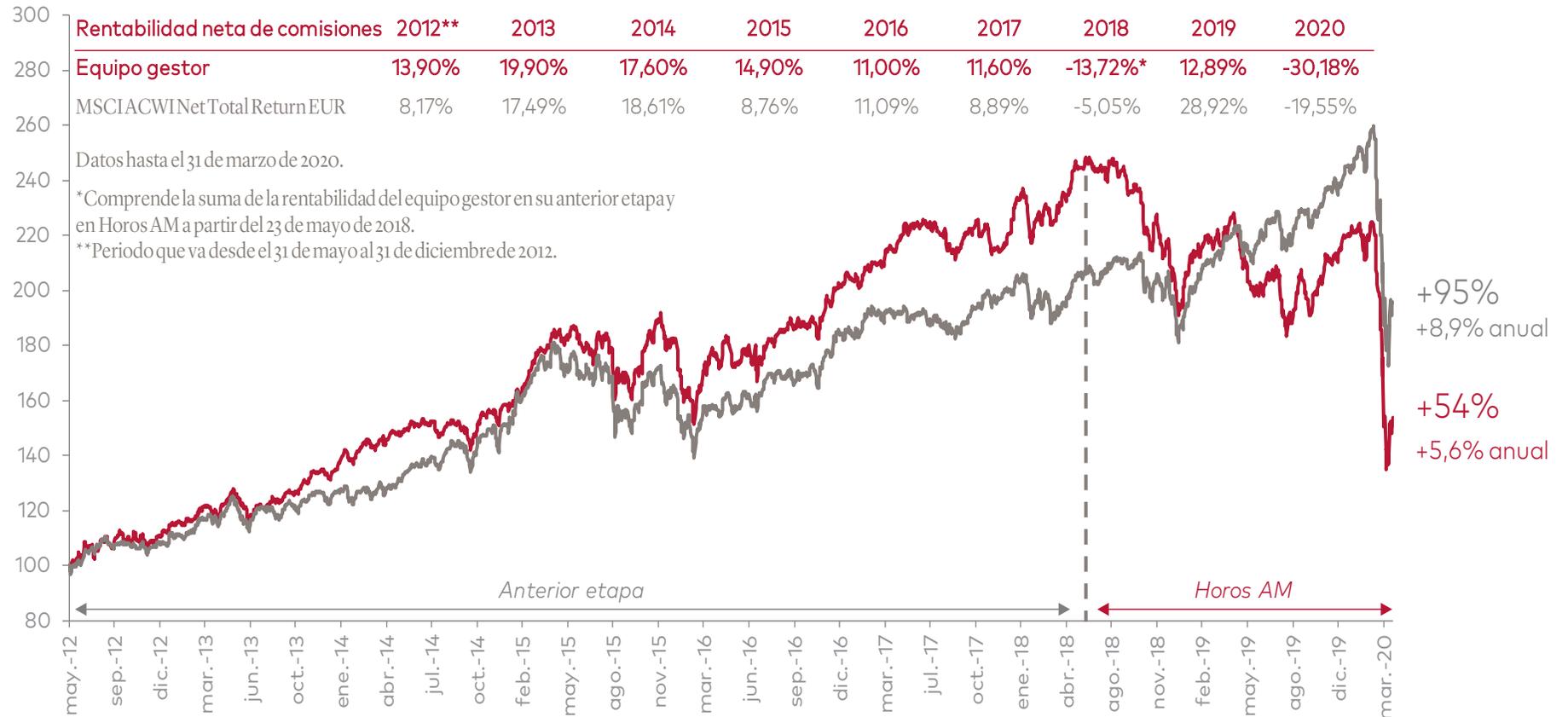
Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia ibérica



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

Rentabilidades

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



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

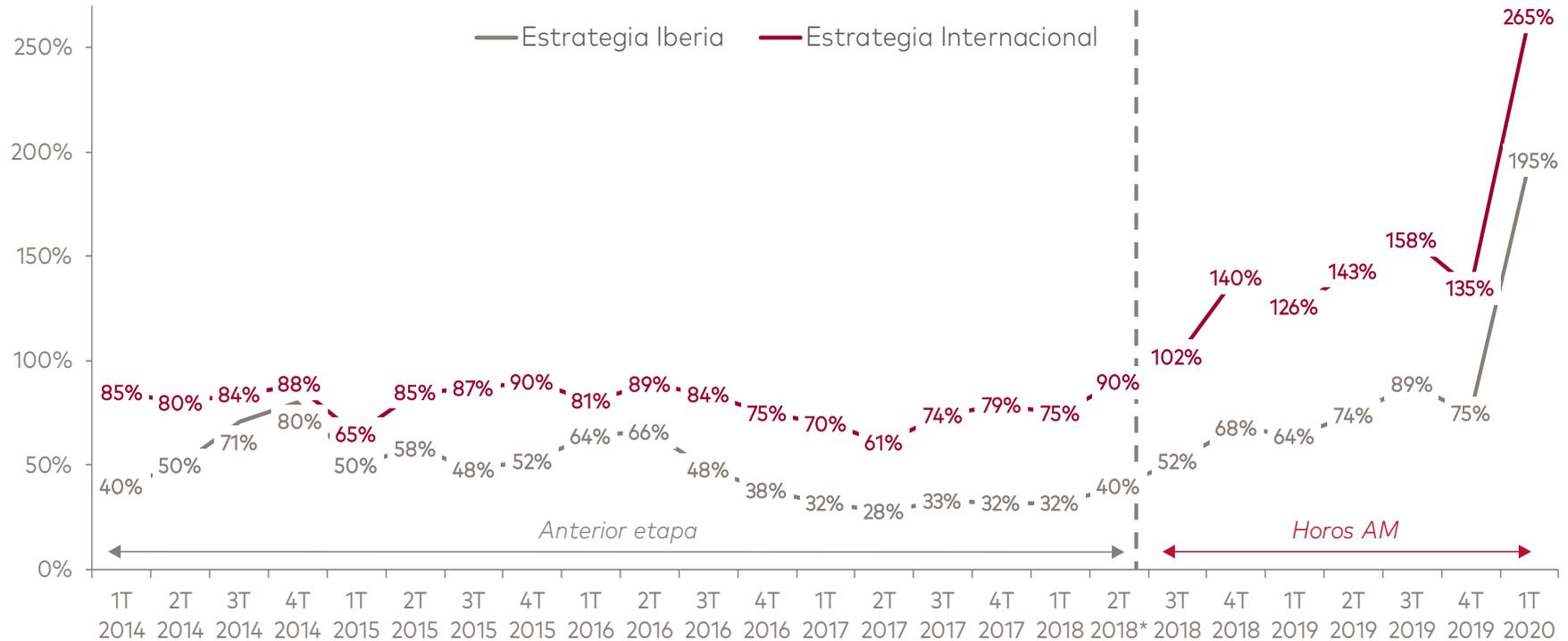
Potenciales

Potencial histórico del equipo gestor

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

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

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



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

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