

HOROS

ASSET  
MANAGE-  
MENT

CARTA TRIMESTRAL  
A LOS PARTÍCIPES

ABRIL 2021

## ABRIL 2021

Estimado co-inversor,

Terminamos un primer trimestre en el que ha proseguido la tendencia iniciada con el anuncio del exitoso lanzamiento de las vacunas para combatir la covid-19 en noviembre del 2020, caracterizada por la mejor evolución relativa de las compañías con negocios más cíclicos, así como aquellas de menor tamaño y liquidez. En este "nuevo" entorno de mercado, nuestros fondos han presentado un excelente comportamiento, acercándose o incluso superando sus máximos históricos. De esta manera, Horos Value Internacional se anotó un 21,5% en el trimestre, frente al 8,9% de su índice de referencia. Por su parte, Horos Value Iberia arrojó una rentabilidad del 13,0%, por encima del 5,4% de su índice comparable. Desde el inicio de Horos (21 de mayo de 2018), Horos Value Internacional consigue una rentabilidad del 6,4%, mientras que Horos Value Iberia obtiene una rentabilidad del -1,6%. Desde 2012, las rentabilidades obtenidas serían del 160% para la cartera internacional y del 146% para la cartera ibérica, en comparación con un 182% y un 59% para sus índices de referencia.<sup>1</sup>

Por otro lado, el próximo mes de mayo Horos cumplirá su tercer año de vida y, desde luego, no podemos decir que haya sido un camino de rosas para los que formamos parte de esta familia. En estos años hemos vivido un periodo de gran incertidumbre política y económica (Trump, China, *brexit*...), además de la peor pandemia que la humanidad ha sufrido en el último siglo. Un periodo que, como hemos explicado a lo largo de nuestras comunicaciones, ha penalizado sobremanera nuestra filosofía de inversión, llegando la prensa especializada a anunciar la muerte del *value investing*. Para navegar estas cambiantes y turbulentas aguas, han hecho falta muchas dosis de paciencia, de tranquilidad y de convicción en nuestro trabajo. En mi caso particular, la filosofía estoica, a la que hago referencia habitualmente, ha sido una gran brújula con la que guiarme. A describir algunas de sus (¿sorprendentes?) semejanzas con la filosofía *value*, dedicaré parte de la carta de este trimestre.

Agradeciendo su confianza, reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA  
Director de Inversiones (Horos Asset Management)

<sup>1</sup> El dato incluye los resultados obtenidos por el equipo gestor en su anterior etapa profesional (mayo/septiembre de 2012 hasta el 21 de mayo de 2018). Rentabilidades pasadas, no son garantía de rentabilidades futuras.

## Resumen ejecutivo

*Tú tienes el poder sobre tu mente, no los eventos externos. Entiende esto, y encontrarás tu fuerza.*

— Marco Aurelio

Desde luego, estos últimos años no están siendo fáciles para nadie y, tampoco, para la filosofía de inversión *value*. Tras un periodo de dos años en los que, como hemos destacado en otras ocasiones, la búsqueda de certidumbre (ante los miedos del *brexit* y el impacto de las guerras comerciales entre Estados Unidos y China) llevó a los inversores a refugiarse en compañías con mayor visibilidad de resultados, así como de mayor tamaño y liquidez, en detrimento de aquellas más pequeñas e ilíquidas y con negocios más cíclicos, la llegada del coronavirus terminó de acelerar esta gran divergencia de comportamiento, hasta límites totalmente injustificables.

En Horos, hemos tratado, en todo momento, de ceñirnos a nuestro proceso de inversión, concentrando la cartera en aquellas ideas que estuvieran más baratas, independientemente de lo que dijera su evolución bursátil. La llegada de las vacunas ha supuesto un punto de inflexión claro, revertiendo esta divergencia y aupando a las compañías que cotizan con valoraciones más atractivas. Es en estos entornos tan complicados en los que resulta más importante contar con un proceso de decisión objetivo, así como una mente tranquila, que te permita implementar tu filosofía de inversión, incluso cuando el mundo parece ir en tu contra. Entender los sesgos cognitivos y apoyarte en herramientas como el Estoicismo, puede ser de gran ayuda para navegar con garantías de éxito estos difíciles mares. A hablar de ellos dedicaremos la primera parte de esta carta.

Adicionalmente, hablaremos de los movimientos más significativos que se han producido en nuestras carteras. Entre otros, podemos destacar que en Horos Value Internacional hemos vendido nuestra posición en **PSB Industries**, tras recibir una OPA de las familias propietarias, así como en **Baidu** y **The ONE Group Hospitality**, tras su buena evolución bursátil. Por el contrario, hemos iniciado tres nuevas posiciones en el trimestre. En concreto, hemos invertido en la compañía china de servicios inmobiliarios **Kaisa Prosperity**, en la SOCIMI española **MERLIN Properties** y en **Power REIT**, dueña, entre otros, de invernaderos utilizados para la plantación de cannabis con fines medicinales. Por su parte, en Horos Value Iberia hemos vendido **Greenalia** y **Ence**, tras su excelente evolución bursátil y entrado en **Alantra Partners**, al generarse una oportunidad interesante de inversión en una compañía de la que ya hemos sido accionistas anteriormente.

## El camino del inversor *value*

*Quien pretende llegar a un sitio determinado debe emprender un solo camino y no tantear muchos a un tiempo, pues esto último no es caminar sino vagar.*

— Séneca

Recuerdo hace unos años escuchar a Iván Martín, director de inversiones de la gestora Magallanes Value Investors, decir que para él la inversión *value*, más que una forma de invertir, era una filosofía de vida. Reconozco que, en su momento, no acabó de convencerme esa idea. Sin embargo, con el paso del tiempo, he llegado a la conclusión de que no puede ser entendida de otra manera. La filosofía *value* arroja, como nos gusta repetir en Horos, rentabilidades satisfactorias y sostenibles *en el largo plazo*. Sin embargo, **el camino hacia ese largo plazo no es nunca sencillo** y te pone continuamente a prueba, lo que se traduce en que solo un grupo reducido de inversores se mantienen fieles a esta escuela de inversión.

*Los inversores value tienen que ser fuertes y resilientes, así como mentalmente independientes y, en ocasiones, contrarios. **No te haces inversor value por los abrazos en grupo.**<sup>2</sup>*

Pero ¿por qué nunca es sencillo el camino hacia el largo plazo? En mi humilde opinión, existen dos obstáculos que el inversor debe doblegar para poder implementar esta filosofía de inversión. El primero es el de mantener **un compromiso total y una dedicación plena** en su trabajo de análisis. Si uno no dedica un sinnúmero de horas a entender una compañía y la industria en la que opera, si no es capaz de comprender qué empresas son más rentables en un sector y por qué, si no sabe cuál crece más y por qué, si no puede responder a cuál es la capacidad real de generación de caja libre de una compañía, si no dedica tiempo a estudiar las decisiones del equipo directivo y a analizar su gestión de capital histórica o si no puede dilucidar cuál es el margen de seguridad de una inversión, por citar algunos ejemplos, entonces es que no ha dedicado suficiente tiempo al análisis. No existen atajos. Esta forma de invertir depende, al menos en este pilar, del número de horas dedicadas por persona, como suele decir mi compañero Alejandro.

Si uno supera este primer obstáculo, se encuentra con otro (mucho) más difícil de combatir: **la inconsistencia temporal de la rentabilidad** o, para ser más precisos, sus consecuencias. Nos guste o no, el mercado es muy caprichoso y refleja el valor

<sup>2</sup> Traducción libre de "Value investors must be strong and resilient, as well as independent-minded and sometimes contrary. You don't become a value investor for the group hugs". Klarman, Seth (2015). Baupost Limited Partnerships 2015 Year-End Letter. Negrita añadida al texto.

de las compañías en las que uno invierte cuando le place. En ocasiones, asumiendo que nuestro trabajo es correcto, una tesis de inversión puede materializarse en unos pocos meses y, en otras, tardar varios años. A veces, esto es así, incluso, para el conjunto de una cartera, con todo lo que ello acarrea.

Una de las consecuencias de esta inconsistencia temporal en la rentabilidad es la dificultad para mantener intacta tu filosofía de inversión si tu **entorno** no está cómodo con ella. Por un lado, como ya hemos remarcado en otras ocasiones, **resulta vital que la gestora y el equipo gestor estén totalmente alineados**. De nada sirve que los gestores, como siempre ha sido nuestro caso, tengan el grueso de su patrimonio invertido en los fondos de inversión que gestionan, si la propiedad no asume que habrá periodos en los que el *value investing* se quede rezagado. Al final, surgirán fricciones difíciles de sobrellevar. De ahí la relevancia, como sucede en Horos, de que el equipo gestor tenga el control sobre las decisiones que se toman a nivel de gestora. Solo así se garantiza que se mantenga el foco en maximizar la rentabilidad para los partícipes con una visión de largo plazo.

Precisamente, por otro lado, los partícipes tienen que comprender también qué implicaciones tiene nuestra forma de invertir. **Todos queremos las rentabilidades de largo plazo, pero no todos estamos dispuestos a pagar el peaje que ello implica**. A saber, periodos, que podrán ser más o menos largos, en los que nuestras carteras parecen no cumplir con lo que se espera de ellas. Efectivamente, no ha sido sencillo ser partícipe de Horos en estos casi tres años de vida que tiene nuestro proyecto. Como bien sabe (y ha padecido), hemos vivido un largo periodo de peor comportamiento frente a nuestros índices de referencia, así como en términos absolutos, desde que iniciamos el proyecto en mayo de 2018 hasta noviembre del pasado año, por los motivos que hemos tratado de explicar en nuestras cartas trimestrales, nuestras conferencias anuales y otros canales habituales de comunicación. No vamos a incidir, nuevamente, en estos motivos. La realidad es que, desde el anuncio del desarrollo de las vacunas para combatir el coronavirus, el sentimiento inversor parece haber virado 180 grados, aupando al perfil de compañías que mantenemos en nuestras carteras y permitiéndonos recuperar todas las caídas en un breve espacio de tiempo. Desde luego, solo podemos estar agradecidos por la confianza y tranquilidad mostrada por la mayoría de nuestros partícipes en este periodo.

Empero, la inconsistencia temporal de la rentabilidad no solo implica que el inversor *value* esté alineado con su entorno, también le exige batir a su peor enemigo: él mismo. De nada sirve realizar un excelente trabajo de análisis, ni rodearse de un entorno favorable a esta filosofía de inversión, si luego el propio inversor sabotea todo lo conseguido ante los primeros reveses. Aunque no queramos admitirlo,

**somos esclavos de nuestra mente.** Aprender cómo funciona (y cómo domarla) es esencial para poder prosperar como inversores.

## Vísteme despacio, que tengo prisa

*Te lo dice tu Sistema 1. Aminora y deja que el Sistema 2 tome el control.*

— Daniel Kahneman

Sin duda alguna, para entender el papel de nuestro cerebro en nuestra toma de decisiones, uno tiene que hablar del trabajo de Daniel Kahneman y Amos Tversky,<sup>3</sup> piedras angulares, junto con Richard Thaler,<sup>4</sup> en el desarrollo de la economía conductual en los años ochenta. En concreto, Kahneman y Tversky desarrollaron lo que denominaron la **teoría prospectiva** (también conocida como teoría de las perspectivas o de la aversión a las pérdidas), según la cual, tomamos decisiones irracionales (alejadas de la lógica probabilística) en entornos de incertidumbre. ¿El motivo? Nuestros juicios subjetivos afectan a cómo percibimos la realidad y condicionan nuestra forma de actuar.

Para explicar de manera más generalista sus hallazgos, Kahneman publicó en el año 2011 el libro "**Pensar rápido, pensar despacio**",<sup>5</sup> posiblemente, la mejor obra para entender los sesgos y heurísticas que influyen en nuestras decisiones. Para ello, Kahneman se apoya en una idea muy sencilla de entender para todo el mundo. Básicamente, divide a nuestro cerebro en dos sistemas ficticios que guían nuestros comportamientos: el Sistema 1 y el Sistema 2. En palabras del propio autor,<sup>6</sup> el **Sistema 1 opera de manera rápida y automática, con poco o ningún esfuerzo y sin sensación de control voluntario.** Por su parte, el **Sistema 2 centra la atención en las actividades mentales esforzadas que lo demandan, incluidos los cálculos complejos. Las operaciones del Sistema 2 están a menudo asociadas a la experiencia subjetiva de actuar, elegir y concentrarse.**

Por tanto, el Sistema 1 es el que gobierna nuestras decisiones más mundanas, lo que tiene, por otro lado, todo el sentido evolutivo. ¿Se imagina tener que pensar con calma cualquier acción que realiza a lo largo del día? También es el que mueve nuestros impulsos más primarios. Este sistema es el que nos hace reaccionar

<sup>3</sup> Daniel Kahneman y Amos Tversky: "Prospect Theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica*, vol. 47, nº2, 1979, pp. 263-291.

<sup>4</sup> Richard Thaler: "Toward a Positive Theory of Consumer Choice", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 1, nº1, 1980, pp. 39-60.

<sup>5</sup> Kahneman, Daniel (2012): *Pensar rápido, pensar despacio*. DEBATE.

<sup>6</sup> *Idem*.

instintivamente en situaciones de peligro, cuando no es momento de pensar y sí de actuar. Mientras que, por el contrario, el Sistema 2 se activa cuando nos detenemos a pensar un plan de actuación, como comparar las características de dos teléfonos móviles para elegir el que vamos a comprar, o caminar a un ritmo más rápido del habitual, sin dejarnos aire para evadir nuestra mente.

Como ya habrá concluido con lo que acabamos de exponer, el Sistema 2 requiere de un autocontrol y trabajo mental que consume energía. De nuevo, evolutivamente estamos diseñados para optimizar nuestro gasto energético, con lo que nuestro cerebro intentará, por todos los medios, automatizar al máximo nuestras acciones y decisiones, es decir, anteponer el Sistema 1 al Sistema 2. Pero ¿cómo puede el Sistema 1 resolver problemas que requieran de mayor concentración y esfuerzo? Haciendo trampas. Efectivamente, el Sistema 1 utiliza **heurísticas** o atajos mentales para llegar a una conclusión rápida, modificando, en muchas ocasiones y sin que nos percatemos de ello, la pregunta original que el problema planteaba.

¿Qué relevancia tiene todo esto para el inversor, independientemente de su forma de invertir? Toda. El Sistema 1 se activa, especialmente, en entornos con **información compleja, incompleta, cambiante y sujeta a elevada incertidumbre**. Parece claro que los mercados financieros encajan al dedillo con esa descripción, por lo que, como no puede ser de otra manera, los inversores tenemos el riesgo continuo de caer en trampas mentales que nos lleven a tomar (y justificar) decisiones totalmente dañinas para nuestros intereses. No puedo dejar de pensar en aquellos conocidos que me comentan, con bastante frecuencia, que han invertido en alguna compañía española de gran tamaño porque paga un buen dividendo. Obviamente, el pago de dividendo no es el criterio para decidir si una compañía es una buena inversión. Sin embargo, para no tener que analizar a fondo el negocio y valorar si es atractivo o no para invertir al precio al que cotiza, su cerebro toma el atajo mental de equiparar un dividendo elevado con una buena inversión. El Sistema 1, como ve, puede ser muy habilidoso y persuasivo.

¿De qué otras maneras puede impactar el Sistema 1 en nuestras decisiones como inversores? Existe una lista bastante larga de sesgos y heurísticas que pueden afectarnos. Sin ser exhaustivo, algunos de los más relevantes podrían ser:

- **La aversión a la pérdida:** sufrimos más viendo caer nuestras inversiones de lo que disfrutamos con las ganancias, lo que puede llevarnos a consolidar errores de inversión (no vendiendo) y a no recoger todo el potencial de una inversión (vendiendo demasiado pronto). Este efecto se magnifica en mercados muy volátiles, como el del pasado 2020.

- El **exceso de confianza**: hay muchos estudios que demuestran que casi todos pensamos que somos mejores que la media en alguna habilidad, como puede ser la conducción, cuando, obviamente, eso es imposible. Esto nos puede llevar a un exceso de seguridad en nuestro trabajo de análisis, contemplando mucho de lo bueno y poco de lo malo que puede suceder a nuestras inversiones. Como suele recordar Charlie Munger, *las personas inteligentes no están exentas de desastres profesionales por un exceso de confianza*.<sup>7</sup>
- La **ilusión de conocimiento**: el exceso de confianza puede llevarnos a pensar que sabemos más de lo que creemos sobre una industria, por ejemplo, incitándonos a salir de nuestro círculo de competencia y a asumir un mayor riesgo del que pensamos.
- El **exceso de optimismo**: evolutivamente estamos diseñados para ser optimistas, lo que, obviamente, es muy deseable. Sin embargo, este optimismo, unido al exceso de confianza y a la ilusión de conocimiento, nos puede jugar muy malas pasadas en nuestro trabajo de análisis. Por ejemplo, si uno mira las previsiones anuales de beneficios de los analistas para las compañías cotizadas del S&P500, podrá ver cómo tienen que revisar estas previsiones a la baja a lo largo de casi todos los últimos 30 años.
- La **heurística de disponibilidad**: nuestras emociones interfieren en nuestro juicio para llevarnos a asignar más probabilidad de ocurrencia a eventos recientes y, especialmente, si están fuera de lo común. Cuando se producen abultadas (y rápidas) caídas bursátiles, especialmente después de periodos de subidas sin grandes sobresaltos, nuestro cerebro parece activar algún tipo de alerta, que nos lleva a imaginar escenarios de bajadas continuadas, olvidándonos de lo atractivos que suelen ser esos momentos para incrementar nuestras inversiones.
- El **efecto rebaño**: surge como consecuencia de la suma y retroalimentación de todos los sesgos anteriores, lo que le lleva a estar detrás de las grandes burbujas (y "antiburbujas") que viven los mercados. Este efecto está detrás de las grandes entradas de dinero en máximos bursátiles y las grandes salidas en mínimos, cuando debería ser justo lo contrario.

Desde luego, conocer cómo funciona nuestro cerebro y algunos de los sesgos y heurísticas en los que incurrimos de manera inconsciente, nos puede ayudar, por un lado, a evitar caer en esas trampas y, por otro, a aprovecharnos de las ineficiencias

---

<sup>7</sup> "Charlie Munger on Getting Rich, Wisdom, Focus, Fake Knowledge and More". Farnam Street Blog



que surgen en los mercados cuando la mayoría del resto de participantes sí cae en ellas. Sin embargo, uno tiene que contar con un gran arsenal de armas para combatir estos continuos engaños mentales. De hecho, aunque parezca increíble, el propio Kahneman ha comentado en más de una ocasión que él mismo, que ha estudiado sesgos cognitivos durante toda su carrera profesional, sigue incurriendo en ellos. ¿Qué esperanza nos queda, entonces, al resto? Por un lado, podemos buscar herramientas objetivas a las que ceñirnos para no caer presa de nuestras emociones. Por otro lado, debemos tratar de educar nuestra mente para controlar estas emociones. En mi caso personal, aquí es donde la **filosofía estoica** juega un papel cada vez más relevante.

## Una filosofía eminentemente práctica

*Vivir sin filosofía es vivir sin dirección.*

— Marcos Vázquez

*(No pretendo, ni mucho menos, resumir aquí la filosofía estoica, ya que existen numerosas obras <sup>8</sup> dedicadas a ello y, además, no es el objetivo de esta carta. En cambio, vamos a hacer hincapié en algunas ideas y herramientas que nos pueden ser de utilidad en nuestro periplo como inversores)*

Fundado hace veinticinco siglos por **Zenón de Citio**, el Estoicismo ya adelantó todo lo que acabamos de comentar a través de los escritos y las vivencias de sus integrantes, entre los que destacaron personajes tan dispares como **Epicteto** (varios años como esclavo), **Séneca** (una de las personas más ricas de su tiempo, además de una vida dedicada a la política) o **Marco Aurelio** (emperador del Imperio Romano). Aunque pueda inicialmente sorprender, la realidad es que la naturaleza humana, con todas sus emociones, no ha cambiado en absoluto desde entonces, de ahí que sus enseñanzas sigan plenamente vigentes. Hoy día, suele equipararse el Estoicismo con la supresión u ocultación de emociones. Nada más lejos de la realidad. La filosofía estoica *trata de reconocer nuestras emociones, reflexionar sobre lo que las provoca y redirigirlas para nuestro propio bien.* <sup>9</sup>

Lo interesante y donde reside el principal atractivo del Estoicismo, lo encontramos en su eminente carácter práctico, dándonos herramientas mentales con las que combatir nuestras emociones. Obviamente, una filosofía como esta, es de gran

<sup>8</sup> Recomiendo, especialmente, las obras de Marcos Vázquez, Ryan Holiday, Massimo Pigliucci y William E. Irvine.

<sup>9</sup> Pigliucci, Massimo (2018): *Cómo ser un estoico: utilizar una filosofía antigua para vivir una vida moderna*. Editorial Ariel.

utilidad en todas las facetas de la vida que tenga que ver con nuestro comportamiento. Por tanto, puede ser, a mi entender, un gran complemento para mejorar nuestras decisiones de inversión y, en concreto, para ayudarnos a reconocer los sesgos cognitivos en los que podemos incurrir y dándonos pautas para evitarlos.

Primeramente, los estoicos nos animan a **prestar atención** a nuestros pensamientos, como paso necesario para poder controlarlos y actuar de manera menos impulsiva. En definitiva, para frenar al Sistema 1 y dejar actuar al Sistema 2.

*No dejes que la intensidad de una primera impresión te arrastre al golpearte. Responde así cuando llegue: «Espérame un poco, impresión, deja que vea quién eres y qué representas, deja que te ponga a prueba».*<sup>10</sup>

Parece increíble, pero en el mundo actual, donde la información abunda y es más accesible que nunca, todos los estímulos externos nos animan a actuar sin pensar demasiado y siguiendo a las masas sin cuestionarnos el porqué. Los mercados financieros no son una excepción a este fenómeno. Sin duda, como inversores, vivimos un continuo bombardeo de información que nos insta a reaccionar de manera impulsiva. Por ejemplo, una compañía puede comunicar al mercado una peor previsión de beneficios para el año y, como consecuencia, su cotización sufrir una fuerte caída ese día. Nuestro primer impulso (recordemos el Sistema 1) será el de vender, ya que la cotización parece estar cayendo con razón. Sin embargo, debemos detenernos y analizar con calma los motivos que hay detrás de esa rebaja de beneficios, impactar esa nueva cifra en nuestra valoración y estudiar si nuestra visión de largo plazo del negocio se ha visto o no afectada. En caso contrario, habremos hecho mal en vender, ya que con los menores precios de cotización se puede haber generado una gran oportunidad de inversión.

*La mente, inalterada por violentas pasiones, es una ciudadela, y un hombre no tiene fortaleza más segura en la que refugiarse.*<sup>11</sup>

Una vez que tenemos claro el poder de aislar los pensamientos, es importante clarificar cuáles son los **principios que van a guiar** nuestras vidas, a definir cómo deseamos ser. ¿Queremos dejarnos llevar por el rebaño sin tener una identidad clara o, por el contrario, ser personas de pensamiento crítico e independiente? ¿Estamos dispuestos a invertir con criterio propio o en aquello que esté de moda en cada momento? Desde luego, no ha sido gratificante ser inversor *value* los últimos

<sup>10</sup> Cita de Epicteto, extraída de Vázquez, Marcos (2019): *INVICTO. Logra más, sufre menos*. Fitness Revolucionario.

<sup>11</sup> Cita de Marco Aurelio, extraída de Vázquez, Marcos (2019): *Idem*.

años, cuando el mercado no dejaba de premiar al mismo perfil de compañías de gran tamaño, gran liquidez y certeza en sus beneficios, encareciéndolas más y más, en detrimento de aquellas de menor tamaño, menor liquidez y mayor ciclicidad en sus beneficios, abaratándolas más y más. Sin embargo, **no podemos dejarnos llevar por los impulsos de invertir en aquello que el mercado adora en cada momento** (efecto rebaño). Las rentabilidades satisfactorias y sostenibles no se consiguen de esta manera, sino siendo fieles a un proceso de inversión sólido y contrastado.

*En muchos viajes, seguir los caminos marcados evita que nos perdamos. Pero muchas veces los caminos más transitados son los más peligrosos. No sigamos, como ovejas, al resto del rebaño, porque nos lleva a donde el rebaño quiere, no a donde nosotros debemos ir.*<sup>12</sup>

Está claro que, una cosa es saber que debemos ser conscientes de nuestros pensamientos y otra es llegar a controlarlos. Por eso, los estoicos utilizaban un buen número de herramientas mentales para poder alcanzar esa vida guiada por la razón que tanto ansiaban. Una de las más conocidas es la idea de la **dicotomía del control**, que viene a decir que hay cosas que están bajo nuestro control y otras que no. Si somos capaces de darnos cuenta de esta realidad, podremos, más fácilmente, poner el foco en aquello que depende de nuestra actuación, en vez de frustrarnos y lamentarnos por aquello sobre lo que no podemos influir.

*En la vida, nuestro primer trabajo es dividir y distinguir las cosas en dos categorías: las circunstancias externas que no puedo controlar, y las decisiones que tomo con respecto a ellas y que tengo bajo mi control.*<sup>13</sup>

Por este motivo, tenemos que intentar objetivar al máximo nuestro proceso de inversión y centrarnos, exclusivamente, en nuestro trabajo (lo que controlamos), sin importar los movimientos de corto plazo del mercado (lo que no controlamos). Si el trabajo es correcto, las rentabilidades terminarán reflejando el potencial que hoy tiene la cartera, pero no cuando nosotros queramos.

*El hombre sabio se preocupa por la intención de sus acciones, no por sus resultados. Nuestra acción inicial está bajo nuestro control, pero la Fortuna determina su final.*<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> Cita de Séneca, extraída de Vázquez, Marcos (2019): *idem*.

<sup>13</sup> Cita de Epicteto, extraída de Vázquez, Marcos (2019): *idem*.

<sup>14</sup> Cita de Séneca, extraída de Vázquez, Marcos (2019): *idem*.

Así mismo, los estoicos exhortaban a vivir, esporádicamente, con ciertas **incomodidades y privaciones**. Por un lado, como preparación para un futuro en el que la vida no nos sonría y, por otro, para valorar más lo que hoy disfrutamos. A nivel de salud, por ejemplo, prácticas que vuelven a recomendarse hoy, como el ayuno intermitente o la exposición al frío, además de otros beneficios, pueden ayudarnos a incrementar nuestro autocontrol. En el mundo de la inversión, un caso claro sería el de acostumbrarnos, cuanto antes, a la volatilidad de los mercados. Solo así superaremos la aversión a perder que comentábamos al principio y podremos aprovecharnos de los vaivenes del mercado. Como nos gusta decir en Horos, **la volatilidad tiene que ser nuestra aliada, no un enemigo del que salir corriendo cada vez que haga acto de presencia.**

*Reserva de vez en cuando unos días durante los cuales te contentarás con la comida más simple y la ropa más áspera. Luego te preguntarán: ¿Es esto lo que tanto temía?*<sup>15</sup>

A nivel de análisis de compañías, también contamos con herramientas estoicas interesantes que podemos aplicar. En concreto, hay dos ideas muy relacionadas entre sí que me gustaría destacar. La primera sería la **visualización o vía negativa**. Los estoicos recomendaban dedicar algún tiempo a pensar o visualizar lo peor que les podría pasar, como perder a un ser querido, su riqueza, su trabajo o la llegada de su propia muerte (**Memento Mori**). De esta manera, les ayudaba a prevenir y modificar aquello que estuviera en sus manos, a amortiguar su potencial impacto y, finalmente, a aceptarlo. ¿Cómo podemos aplicar este concepto a nuestro análisis de compañías? Efectivamente, tratando de pensar en todo aquello que puede echar por tierra nuestra tesis de inversión. En Horos, como hemos explicado en muchas ocasiones, tenemos un proceso de inversión con el que un gestor hace el análisis inicial de una compañía y, una vez lo tiene terminado, el resto del equipo tiene que tratar de **matar a la compañía**,<sup>16</sup> es decir, buscar todo lo que puede salir mal en nuestra tesis de inversión. Si la idea supera esta fase, entonces es candidata para entrar en la cartera. Como siempre decimos, esta forma de trabajar es más larga y tediosa, pero contribuye a que nuestro proceso de inversión sea más robusto y se reduzcan los potenciales errores de inversión.

*Afrontamos con más valentía aquello para lo que nos hemos preparado. Los que nunca se anticiparon son presa del pánico ante hechos insignificantes. Debemos asegurarnos que nada nos pilla por sorpresa.*<sup>17</sup>

---

<sup>15</sup> *Idem.*

<sup>16</sup> Uno de los gestores que más ha popularizado este concepto es Bruce Berkowitz (Fairholme Funds).

<sup>17</sup> *Idem.*

La otra idea sería el **fatalismo**. En este caso, en vez de centrarse en lo que podía salir mal, los estoicos trataban de no pensar en aquello que podría salir bien. De esta manera, conseguían un control de las emociones a través de unas bajas expectativas y, pasase lo que pasase, su estado de ánimo sería siempre positivo. En definitiva, si nada cambia, no pasa nada, y si va a mejor, bienvenido sea. Fíjese en la similitud con la idea de invertir en aquellas situaciones que ofrezcan una ecuación de rentabilidad-riesgo muy atractiva. Por ejemplo, en inversiones que nos ofrezcan **convexidad** (el uranio a través de los vehículos de inversión que almacenan uranio, como hemos explicado en otras cartas, donde los riesgos de pérdida son muy limitados y las potenciales ganancias muy elevadas) y **opciones gratuitas** (como Keck Seng Investments, donde su capitalización bursátil solo recoge parte de sus activos hoteleros de Estados Unidos y nos "regala" el resto de los hoteles de Canadá, Japón, Vietnam o el residencial de Macao). Igualmente, podemos implementar este fatalismo en nuestras valoraciones, asumiendo siempre como base escenarios que sean realistas, pero también **conservadores**. De esta manera, nos garantizamos un margen de seguridad en nuestras inversiones más elevado, maximizando la rentabilidad, a la par que minimizamos los riesgos incurridos para obtenerla.

*El fatalismo defendido por los estoicos es en cierto sentido la inversión, o la imagen especular, de la visualización negativa: en lugar de pensar cómo nuestra situación podría ser peor, nos negamos a pensar en cómo podría ser mejor.<sup>18</sup>*

No es fácil recordar, asimilar y practicar estos y otros muchos ideales estoicos, ni siquiera para sus mayores exponentes. Por eso, animaban siempre a **repetir estos preceptos**, a fin de convertirlos en hábitos que los acompañasen siempre. De igual modo, como inversores podemos utilizar una guía de principios a modo de **checklist**, que nuestras inversiones deban cumplir, así como repetir y mejorar el proceso con cada análisis que realizamos de una compañía.

*Todavía debo recordarme actuar según lo que recomiendo, y aun así no siempre sigo mis preceptos. Debemos tener nuestros principios listos para la práctica, tan interiorizados que nos vengan rápido en momentos de crisis. Algunas lanas absorben rápido los colores y otras deben remojarse repetidamente.<sup>19</sup>*

<sup>18</sup> Irvine, William B (2019): *El arte de la buena vida*. Ediciones Paidós.

<sup>19</sup> Cita de Séneca, extraída de Vázquez, Marcos (2019): *idem*.

Por último, los estoicos pretendían siempre dar a conocer sus enseñanzas mediante sus actos. Como siempre recuerda Nassim Taleb, hay una diferencia muy importante entre los intelectuales (*thinkers*) y los que actúan (*doers*). De nada sirve tener clara la lección y predicarla, si no eres el primero que la pone en práctica. Tu satisfacción debe venir por el trabajo bien hecho y lo que ello te reporta, no por conseguir los aplausos y el reconocimiento de los demás. ¿Cómo podemos garantizar, por ejemplo, que el gestor de un fondo de inversión se comporte así? Muy fácil, asegurándonos de que se juegue su pellejo (*skin in the game*). En Horos, los tres gestores tenemos la práctica totalidad de nuestro patrimonio invertido en los fondos que gestionamos. Por tanto, somos los primeros interesados en mantener un compromiso total y una dedicación plena en nuestro trabajo. No lo hacemos por el reconocimiento, lo hacemos por nosotros mismos.

*Sé tu propio espectador. Busca tu propio aplauso.<sup>20</sup>*

En definitiva, no es sencillo ser un inversor y, desde luego, no es sencillo ser un inversor *value*. Como hemos visto, a la dificultad del trabajo de análisis de una compañía, se añaden los riesgos asociados a la inconsistencia temporal en las rentabilidades que podemos esperar. El entorno y nosotros mismos, pueden ser nuestros peores enemigos. Sin embargo, si conseguimos sobreponernos a todo ello, los resultados de largo plazo pueden ser muy satisfactorios.

*¿Qué hubiera sido de Hércules sin el león, la hidra, el jabalí y el resto de peligros? ¿Qué hubiera hecho en ausencia de esos desafíos? Simplemente se hubiera dado la vuelta en la cama para seguir durmiendo. Y al pasar la vida entre el lujo y la comodidad nunca se habría convertido en el poderoso Hércules.<sup>21</sup>*

---

<sup>20</sup> *Idem.*

<sup>21</sup> Cita de Epicteto, extraída de Vázquez, Marcos (2019): *idem*.

## Movimientos más destacados

*Si el negocio va bien, eventualmente la acción lo acompañará.*

— Warren Buffett

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

### HOROS VALUE INTERNACIONAL

#### Reducciones/salidas:

##### FINANCIERAS

Reducimos exposición del 22,2% al 20,9%

Posiciones comentadas: AerCap (4,7%) y Value Partners (vendida)

**AerCap**, la compañía líder en el sector del alquiler de aviones, anunció este trimestre la adquisición de GECAS, el otro gran jugador del sector, a cambio de 111,5 millones de acciones, 24.000 millones en efectivo y otros 1.000 millones en bonos de **AerCap** o efectivo. A los precios a los que cotizaba **AerCap** en esos momentos, la compañía estaba adquiriendo la flota de GECAS con c. 10% de descuento. Sin duda, este movimiento nos recuerda a otros de igual envergadura realizados por la entidad. En especial, esta adquisición tiene importantes semejanzas con la de ILFC en 2013. Primeramente, ambas pertenecían a un vendedor forzado: la aseguradora **AIG** en el caso de ILFC y **General Electric** en el caso de GECAS. En segundo lugar, al igual que GECAS, ILFC era uno de los grandes jugadores del sector. Así mismo, la adquisición de ILFC se realizó con descuento sobre su flota (15%) y permitió a **AerCap** acceder, igual que ahora, a una atractiva cartera de pedidos de nuevos aviones. Por último, **AerCap** vendió aquellos aviones de ILFC que no encajaban con su estrategia de largo plazo, para luego realizar recompras de acciones con un fuerte descuento sobre el NAV de la compañía, generando un enorme valor para sus accionistas. ¿Hará un movimiento similar tras la adquisición de GECAS?

En cuanto a las diferencias, pensamos que GECAS cuenta con una flota más "limpia", ya que lleva años haciendo ajustes en esta. Además, aporta nuevas divisiones a **AerCap**, como el negocio de alquiler de motores (bastante atractivo) o el negocio de alquiler de helicópteros (potencial venta futura). Adicionalmente, es destacable que, en esta ocasión, **AerCap** terminará tras la operación con un

balance menos endeudado (seguramente, algo necesario para financiar una compra de esta magnitud).

Con todo, se trata de un movimiento que, siendo conservadores, contribuirá a crear cerca de un 9% de valor para los accionistas (en términos de NAV por acción) y, dada la robustez del balance de **AerCap** y su capacidad para generar beneficios, a lo que se añade la potencial venta de aviones no atractivos para la compañía, es de esperar que, en algún momento, **AerCap** retome su programa (agresivo) de recompra de acciones, si la compañía continúa cotizando con descuento sobre su verdadero valor. Tras la buena evolución bursátil de la compañía, hemos reducido algo nuestra posición.

Adicionalmente, tenemos que destacar la desinversión total de nuestra posición en **Value Partners**, la gestora de fondos *value* hongkonesa, tras su buen comportamiento bursátil y, como consecuencia de ello, su menor atractivo frente a otras alternativas de inversión que comentaremos posteriormente. Se trata de la segunda vez en los últimos años, en la que hemos aprovechado una fuerte (e injustificada) corrección en la cotización de esta gestora, para tomar una posición y obtener unas importantes plusvalías.

## SECTOR INMOBILIARIO

Incrementamos exposición del 16,9% al 24,2%

Posiciones comentadas: Brookfield Property Partners (2,7%)

Importantes movimientos este trimestre en el sector de activos inmobiliarios, con varias entradas nuevas en cartera, comentadas posteriormente, y una operación corporativa. En concreto, procedemos, a continuación, a actualizar la situación de nuestra inversión en **Brookfield Property Partners** ("BPY"). En la última carta trimestral, comentamos que el 4 de enero la compañía recibió una OPA por parte de **Brookfield Asset Management** ("BAM") por el resto de las acciones que no controla, a un precio de 16,5 dólares por acción, y que dicho precio nos parecía insuficiente, por lo que nuestra intención era no acudir a la OPA, a la espera de una potencial mejora de precio que, de hecho, históricamente había realizado **BAM** en otras adquisiciones similares. Pues bien, finalmente, el 1 de abril **BAM** anunció una mejora de oferta hasta los 18,17 dólares (un 10% superior). En este caso, los accionistas podrán elegir entre cobrar en efectivo, acciones comunes de **BAM** o acciones preferentes de **BPY**, limitados a un máximo del 50% en efectivo para el total de la oferta, un 42% para las acciones comunes de **BAM** y un 8% para las acciones preferentes de **BPY**. El precio ofertado equivale a un descuento sobre el NAV de **BPY** del 32%, muy en línea con la media histórica a la que este vehículo ha cotizado históricamente.



## OTROS

Ventas por el 5,7% del fondo

Posiciones comentadas: PSB Industries (vendida), Baidu (vendida) y The ONE Group Hospitality (vendida)

Este trimestre nuestras carteras han vuelto a recibir varias ofertas de compra (OPAs) por algunas de las compañías en las que estamos invertido. Una de ellas ha sido **PSB Industries**. La compañía francesa recibió, el 25 de marzo, una OPA por parte de las familias propietarias por el 22% del accionariado que no controlaban, a un precio de 30 euros por acción (una prima del 61%). Como saben nuestros partícipes más longevos, se trata de una inversión que este equipo mantiene en cartera desde el año 2014.

En ese periodo, hemos visto la gran transformación vivida por la empresa. Hoy especializada en la fabricación de envases para la industria de los cosméticos (**L’Oreal** o **Chanel**, por ejemplo, se encuentran entre sus clientes), **PSB Industries** ha ido realizando importantes movimientos corporativos a lo largo de estos siete años. Por un lado, en 2018, vende su división de envases de plástico para la industria alimentaria (CGL Pack) y realiza una escisión (*spin-off*) de su división química (**Baikowski**), repartiéndola como dividendo entre sus accionistas. Por otro, este 2021 la compañía vendió **Plastibell**, su división de recipientes, envases y piezas de plástico para los sectores industrial y sanitario.

Con todo, incluyendo la escisión de **Baikowski**, **PSB Industries** ha repartido en los siete años que la hemos acompañado como accionistas, más de 27 euros por acción, lo que demuestra la creación de valor que ha realizado su equipo directivo en el periodo. Por último, en esta ocasión sí hemos decidido vender nuestras acciones, al tratarse de un precio razonable, dadas las dificultades que podía tener la compañía para competir con jugadores más grandes, como **Albéa** o **Shya Hsin**, participadas por fondos de *private equity*.

Por su parte, hemos vendido la totalidad de nuestra posición en las compañías **Baidu** y **The ONE Group Hospitality** ("ONE"), tras el excelente comportamiento de sus cotizaciones en el periodo y su menor potencial relativo frente a otras alternativas de inversión que comentaremos posteriormente.

La compañía china de plataformas tecnológicas **Baidu**, ha acompañado también durante varios años a las carteras que hemos gestionado Alejandro, Miguel y yo. En ese periodo, hemos visto una volatilidad muy elevada en su cotización, que hemos ido aprovechando para hacer fuertes rebalances en nuestra posición (de hecho, en una ocasión llegamos a vender la totalidad de nuestra posición, tras quedarse sin potencial). Tras varios años de inestabilidad, el sentimiento de mercado cambió a

(muy) positivo, dando por finiquitados los históricos problemas de publicidad en el sector de la salud, las desinversiones en negocios O2O (*Online-to-Offline*) que no dejaban de lastrar los márgenes de la compañía, la colocación en bolsa de parte del negocio de *streaming* **iQiyi** (que ocultaba la verdadera capacidad de generación de caja de Baidu) o la sufrida competencia frente a otros gigantes de la industria, como **Tencent** o **Alibaba**, así como la entrada de nuevos jugadores con modelos de negocio totalmente rompedores (**ByteDance**). Al mismo tiempo, la apuesta reciente de la compañía por los vehículos eléctricos contribuyó, aún más, a este cambio de narrativa. Así, la cotización de **Baidu** multiplicó por casi cuatro veces desde los mínimos de marzo de 2020, para situarse en máximos históricos y alcanzar una valoración en la que el margen de seguridad, a nuestro entender, se había reducido demasiado.

Desde luego, nuestra inversión en **ONE**, compañía de restauración con marcas tan reconocidas en Estados Unidos como STK ("Steakhouse") o Kona Grill, ha sido mucho menos longeva, ya que, como sabe, iniciamos nuestra posición en los peores momentos de la pandemia del coronavirus, apostando por la posición financiera de la compañía y el buen hacer del nuevo equipo directivo, liderado por Emanuel "Manny" Hilario. El mercado no tardó tiempo en darnos la razón. Por un lado, la contención de costes lograda por la compañía durante este difícil periodo, así como la apuesta por el reparto de comida a domicilio, apalancándose fuertemente en las redes sociales (1,5 millones de suscriptores) y, por otro, la paulatina subida en las tasas de ocupación, así como la reapertura de algunos restaurantes en ciudades con mayores restricciones, le permitió a **ONE** mantener el mismo nivel de endeudamiento (no destruyó caja) en un entorno absolutamente hostil para este tipo de negocios. Con todo y dadas sus buenas perspectivas futuras, su cotización ha multiplicado por varias veces desde nuestra entrada, por lo que, con un potencial muy reducido, decidimos vender esta inversión.

Por último, es interesante recordar que el negocio de **ONE** es muy similar al de **Tang Palace**, la otra inversión en el sector de la restauración que iniciamos en mitad de la pandemia y cuyo negocio también empieza a recoger la paulatina recuperación de la actividad, así como el trabajo bien hecho de su equipo gestor. En el caso de esta compañía hongkonesa, pese a la buena evolución de su cotización, seguimos viendo un atractivo potencial de revalorización.

## Incrementos/entradas:

### FINANCIERO

Reducimos exposición del 22,2% al 20,9%

Posiciones comentadas: Semapa (5,6%)

El holding portugués **Semapa**, dueño del 69,4% de la empresa papelera **The Navigator Company** ("Navigator", en adelante), es otra de las compañías que tenemos en cartera que ha recibido una oferta de compra en el periodo. La OPA fue lanzada a mediados de febrero por Sodim, holding controlado por la familia Queiroz Pereira y dueño de c. 74% de **Semapa**. Como ya explicó mi compañero Miguel en una serie de tweets (ver [aquí](#)), pensamos que el precio ofertado de 11,40 euros por acción está muy alejado de una valoración razonable de la compañía. Para que se haga una idea de por qué decimos esto, sirva de dato que, al precio de la OPA, el dividendo que cobra **Semapa** de **Navigator** supone un 12% de rentabilidad anual sobre su valor de empresa (capitalización bursátil más deuda neta). De hecho, si **Semapa** no repartiera ningún dividendo los próximos dos años y amortizase su deuda, esta rentabilidad subiría al 15%. Por otro lado, si consideramos los 1.377 millones de euros de valor bursátil de **Navigator** en el momento de la OPA, además de los 410 millones de euros que pensamos que valen las divisiones de cemento (Secil) y de medio ambiente (Grupo ETSA), vemos que el precio estaba muy alejado de los 18,70 euros de valor de mercado de la compañía en esos momentos. No obstante, el descuento es aún mayor si tenemos en cuenta que **Navigator** cotiza, a nuestro entender, por debajo de su verdadero valor (4,0 euros por acción). Teniendo en cuenta nuestra valoración, **Semapa** debería cotizar alrededor de los 26 euros por acción, es decir, cerca de un 130% por encima del precio ofertado por Sodim.

El mercado, desde luego, interpretó igual que nosotros la situación y no tardó en situar las acciones de **Semapa** por encima del precio ofertado. Pronto se vio en prensa que los accionistas institucionales de la compañía, en su mayoría gestoras independientes como la nuestra, tampoco estaban conformes con el precio. Tras varias semanas, el 7 de abril Sodim decidió incrementar el precio de la oferta hasta los 12,17 euros (un 6,75% más). Seguimos pensando que es un precio muy alejado del valor verdadero de **Semapa**, por lo que, desde Horos, nos opondremos a esta oferta de compra y, salvo sustancial mejora de los términos, confiamos en que no prospere, ya que sería la mejor opción para sus accionistas minoritarios.

## SECTOR INMOBILIARIO

Incrementamos exposición del 16,9% al 24,2%

Posiciones comentadas: Kaisa Prosperity Holdings (3,7%), Power REIT (3,3%) y Merlin Properties SOCIMI (1,9%)

**Kaisa Prosperity Holdings** ("Kaisa Prosperity") es una compañía china de servicios inmobiliarios y filial de **Kaisa Group**, compañía inmobiliaria cotizada en Hong Kong, que controla el c. 67% del accionariado y que colocó en bolsa esta división, mediante un *spin-off*, en 2018. En concreto, **Kaisa Prosperity** opera cuatro líneas de negocio: servicios de gestión de inmuebles, servicios de consultoría y preventa, servicios de valor añadido y, por último, servicios de soluciones inteligentes. Actualmente, la compañía cuenta con cerca de 325 propiedades bajo gestión, distribuidas en 44 ciudades y 15 provincias, municipios y regiones autónomas de China. Aunque históricamente muy dependiente de los ingresos procedentes de servicios ofertados a su matriz, **Kaisa Group**, la compañía ha ido reduciendo su exposición cada año, acelerándose esta tendencia desde su salida bolsa, ya que, desde ese momento, han ido apostando más decididamente por el crecimiento inorgánico (adquisiciones). De hecho, en junio de 2020, realizaron una ampliación de capital para impulsar, aún más, este papel de consolidador en un sector muy atomizado.

En cuanto a la valoración de **Kaisa Prosperity**, hablamos de un negocio muy rentable (márgenes operativos superiores al 20%) y pocas necesidades de capital, lo que le otorga una importante capacidad de generación de caja (13% *yield*). Además, la compañía presenta un balance muy robusto, con una holgada posición de caja neta que suponía, en el momento de nuestra inversión, alrededor del 50% de su capitalización bursátil. Pensamos que, con las caídas bursátiles ocasionadas por la pandemia los últimos doce meses, se ha originado una gran oportunidad de inversión en esta compañía de cierta calidad y con capacidad para hacer crecer su generación de caja, de manera relevante, los próximos años.

La segunda entrada del periodo corresponde a **Power REIT**, una compañía americana que ha dado un giro de 180 grados a su modelo de negocio con la llegada de su nuevo consejero delegado y principal accionista, David Lesser. En concreto, **Power REIT** se dedicaba históricamente a explotar una concesión ferroviaria de larguísimo plazo, pero, con la llegada de Lesser, cambiaron el foco para centrarse en la inversión en activos renovables y, especialmente, en invernaderos para el cultivo de cannabis con fines medicinales. Precisamente, los invernaderos son el mayor atractivo de esta inversión. ¿El motivo? Al estar legalizándose lentamente, con el añadido de la mala prensa que aún puede tener, no existe un mercado muy desarrollado para financiar este tipo de proyectos. **Power REIT** está aprovechando esta situación para adquirir invernaderos y,

posteriormente, alquilarlos para su explotación durante largos periodos de tiempo, obteniendo grandes rentabilidades por ello. En el momento de nuestra inversión, la compañía presentaba muy buenas oportunidades de crecimiento, que se irán materializando a lo largo de los próximos meses. En este sentido, la ampliación de capital realizada en enero contribuye a conseguir estos objetivos, a la par que generará importante valor para sus accionistas.

La última entrada del trimestre corresponde a **Merlin Properties SOCIMI**, compañía de la que ya hemos hablado en varias ocasiones, al estar presente como una de las principales posiciones en Horos Value Iberia. Su excelente equipo gestor, su sólido balance y la calidad de sus activos, unidos a una (muy) atractiva valoración a los precios actuales, justifican su entrada en Horos Value Internacional.

## HOROS VALUE IBERIA

### Reducciones/salidas:

#### MATERIAS PRIMAS

Reducimos exposición del 19,0% al 15,4%

Posiciones comentadas: Ence Energía y Celulosa (Vendida), Aperam (3,1%) y Acerinox (2,9%)

Hemos procedido a vender nuestra inversión en **Ence Energía y Celulosa** ("Ence"), tras la excelente evolución de su cotización desde nuestra entrada. Así, en tan solo unos meses, se ha materializado todo el potencial que asignábamos a esta compañía. Si recuerda, el pasado trimestre entramos en esta compañía tras el anuncio de la venta del 49% de su negocio de energía, no afecto a la actividad de celulosa y la ineficiencia que se hizo evidente, en aquel momento, ya que, a los precios de venta, la capitalización bursátil de **Ence** no otorgaba ningún valor a su división de celulosa. Efectivamente, la ineficiencia no perduró mucho tiempo y, en poco tiempo, la cotización se anotó una importante revalorización, ayudada por una recuperación de los precios de la celulosa, momento en el que aprovechamos para vender esta inversión con importantes plusvalías.

En cuanto a nuestras compañías de acero inoxidable, **Aperam** y **Acerinox**, hemos reducido algo nuestro peso, tras la excelente evolución bursátil de ambas compañías (especialmente, en el caso de **Aperam**). Tanto **Aperam** como **Acerinox**, se han beneficiado, por un lado, de la recuperación de los precios en Europa, fruto de la mejora de la demanda, especialmente procedente de China, que ha absorbido, en gran medida, el exceso de capacidad de este mercado y, por otra, de las

menores importaciones procedentes de Asia, dado el encarecimiento de los fletes de transporte y las medidas arancelarias impuestas en Europa. Adicionalmente, las compañías han experimentado una importante mejora de márgenes en el periodo, por la subida de precios que llevamos viendo desde el cuarto trimestre de 2020. Por último, pensamos que su estrategia de centrarse en productos de mayor valor añadido (como aleaciones especiales) contribuirá a mejorar el perfil competitivo de ambas y la rentabilidad futura de su negocio. Si a todo este añadimos su sólido perfil financiero, capacidad de generación de caja y atractiva valoración, se entiende que mantengamos una posición del 6% entre las dos inversiones.

#### OTRAS

Ventas por el 5,3% del fondo

Posiciones comentadas: Greenalia (vendida), Meliá Hotels International (2,6%) y Catalana Occidente (4,9%)

Pocas novedades que comentar sobre estas posiciones, más allá de su buena evolución bursátil. En el caso de **Greenalia**, compañía de energías renovables, ya comentamos el pasado trimestre que habíamos reducido, de manera muy relevante, nuestra posición, tras haberse anotado más de un 80% en el pasado año. Su excelente evolución prosiguió a primeros de 2021, por lo que procedimos a vender toda nuestra inversión.

En cuanto a las reducciones de peso, **Catalana Occidente** ha seguido mostrando una excelente evolución en bolsa, al demostrar al mercado, como defendíamos hace meses, que su negocio de seguro de crédito iba a pasar con nota por la actual crisis. Seguimos pensando que el mercado no está recogiendo la verdadera capacidad de generación de beneficios de esta división, ni está otorgando ningún valor a los más de 800 millones de euros de exceso de capital que tiene la compañía y que podría utilizar para hacer adquisiciones generadoras de valor, como históricamente ha ido haciendo su excelente equipo directivo.

Por último, **Meliá Hotels International** ("Meliá"), donde la situación del negocio sigue siendo difícil, como no puede ser de otra manera dado el entorno actual que vivimos. Dicho esto, empieza a vislumbrarse una eventual recuperación de la actividad. Adicionalmente, **Meliá** está barajando la venta de activos por un importe de entre 150 y 200 millones de euros. Con todo, el cambio de sentimiento del mercado, derivado de la mayor visibilidad futura con la llegada de las vacunas contra el coronavirus, ha contribuido a que su cotización se haya revalorizado fuertemente los últimos meses, llegando a superar en marzo los 7,30 euros por acción (un precio alrededor de tres veces superior a los mínimos alcanzados en

marzo de 2020). Aunque seguimos viendo potencial a la compañía, hemos ido ajustando a la baja nuestra valoración estos trimestres, a tenor de la destrucción de caja del negocio y el deterioro del valor de sus activos.

### Incrementos/entradas:

#### FINANCIERO

Incrementamos posición del 16,8% al 19,9%

Posiciones comentadas: Semapa (10,7%), Corporación Financiera Alba (4,0%) y Alantra Partners (0,3%)

Con respecto a **Semapa**, ya hemos explicado nuestra visión de la OPA recibida por la compañía en nuestro comentario de Horos Value Internacional.

Precisamente, **Corporación Financiera Alba** ("Alba") es otra compañía que ha vivido varios movimientos corporativos en el trimestre, aunque, en este caso, en dos de las participadas de este holding inversor: **Naturgy** y **Euskaltel**. El primer movimiento se produjo a finales de enero, cuando IFM anunció que lanzaba una OPA parcial por el 22,69% de **Naturgy**, compañía de la que **Alba** controla, indirectamente, el 5,5% del capital, representando, en términos de NAV, un 15% del valor total del holding. La compañía ha anunciado que no acudirá a la OPA. Por su parte, el 28 de marzo, la compañía de telecomunicaciones **MásMóvil** anunciaba que lanzaba una OPA por **Euskaltel**, de la que **Alba** ostenta el 11%. En términos de NAV, **Euskaltel** representa algo más del 4%. En este caso, **Alba** ya ha anunciado su compromiso de aceptar esta OPA lanzada sobre su participada.

Estos movimientos, unidos a la OPA recibida por **Bolsas y Mercados Españoles** en 2019, de la que **Alba** era el principal accionista (c. 12% de la compañía), demuestran el valor de las participadas de este holding y lo injustificado que resulta el descuento actual con el que cotiza en bolsa. Aunque nos gustaría que el equipo gestor fuera más activo en la generación de valor para los accionistas, pensamos que el margen de seguridad de esta inversión es muy elevado, por lo que la mantenemos entre las principales posiciones de Horos Value Iberia.

Por último, este trimestre hemos iniciado una posición en otra "vieja" conocida de nuestra cartera ibérica: **Alantra Partners** ("Alantra"). Hemos aprovechado la buena evolución de su negocio en los últimos años, algo que todavía no ha reconocido el mercado, para retomar, por cuarta vez en nuestra carrera profesional, la inversión en esta compañía de gestión de activos. Pese a lo complicado que ha sido el 2020, **Alantra** ha demostrado la resiliencia de su negocio, logrando beneficios cercanos a

los 24 millones. A futuro, esperamos una recuperación de estos, según se normalice la actividad de crédito, más impactada durante el pasado ejercicio, ante la parálisis de su actividad en un entorno de shock de liquidez que dificultaba el tipo de transacciones que asesora **Alantra**.

Por otro lado, **Alantra** mantiene una posición financiera muy holgada (la caja neta ajustada supone alrededor del 30% de su capitalización bursátil), además de participaciones minoritarias en otras compañías del sector, a las que el mercado no da ningún valor. Esto, unido a un excelente equipo directivo y una plantilla, totalmente alineado con los intereses de los accionistas, así como una fuerte capacidad de generación de caja, nos ha animado a volver a invertir en esta excelente compañía financiera.

#### OTROS

Compras por el 1,4% del fondo

Posiciones comentadas: Sonae (6,8%)

Hemos incrementado nuestra posición en la compañía portuguesa **Sonae**, dada la fortaleza mostrada por su negocio de distribución alimentaria (Sonae MC) en el año, incrementando sus ventas y sus márgenes y aumentando su liderazgo en el mercado portugués. Adicionalmente, el actual equipo directivo, liderado desde hace pocos años por Claudia Azevedo (recordemos que la familia Azevedo es el principal accionista de **Sonae**), está tomando las medidas operativas necesarias para generar valor para sus accionistas. Entre otras, tenemos que destacar la reestructuración de Worten España este 2021, con la venta de 17 tiendas a MediaMarkt y el cierre de otras 14 (mantienen presencia física en Canarias), apostando fuertemente por la venta online, tras años en los que no han conseguido alcanzar una rentabilidad satisfactoria. Así mismo, el pasado 2020 la compañía incrementó su participación en **NOS** en un c. 7,4%, aprovechando los problemas legales de otro de sus accionistas de referencia (Isabel do Santos). Con todo, teniendo en cuenta la valoración de todos los negocios de la compañía y el buen hacer de su equipo directivo, la capitalización bursátil de **Sonae** se aleja mucho de su valor razonable.



## Actualidad

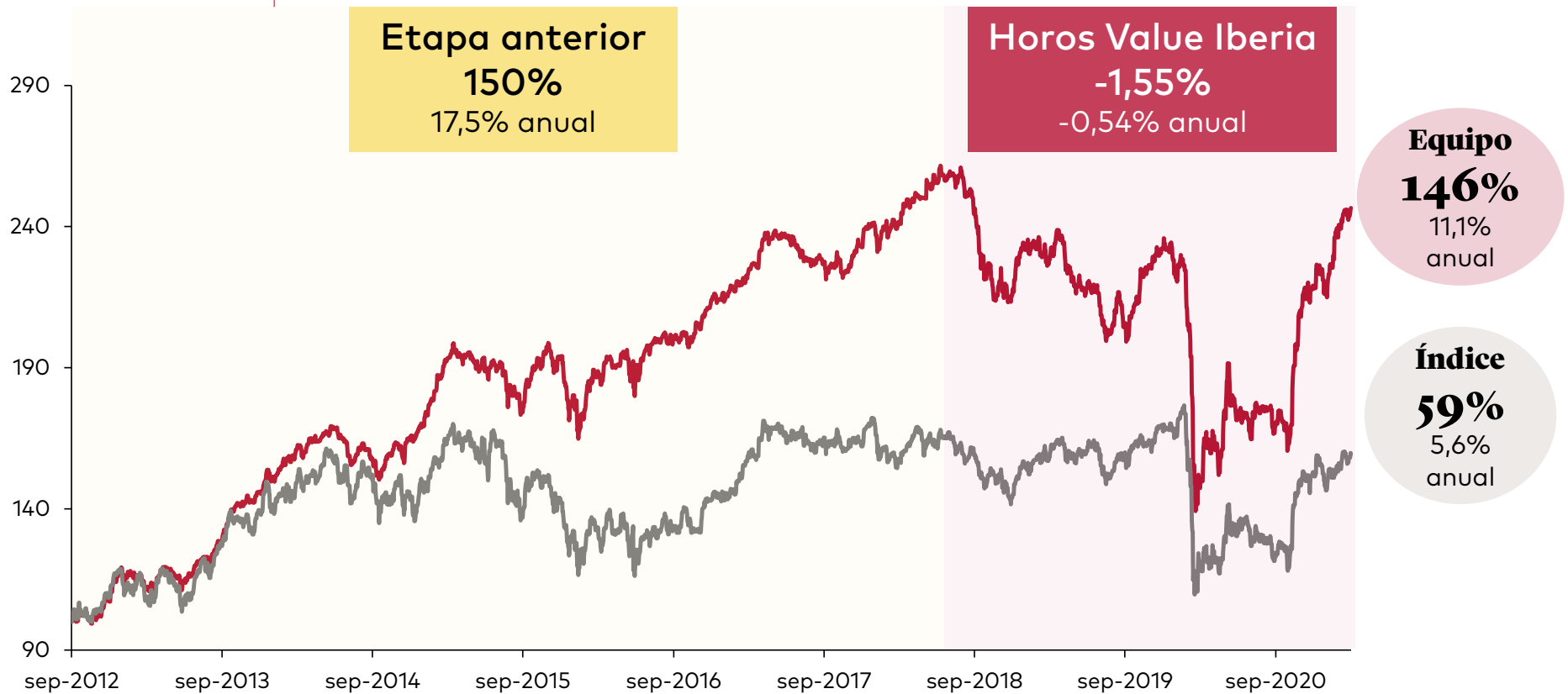
En cuanto a la actualidad más relevante de Horos, este trimestre el equipo gestor tuvo el placer de ser entrevistado por El Economista. En ella (ver [aquí](#)), comentamos en detalle varias de las inversiones de nuestro fondo Horos Value Iberia y hablamos de cómo impactó a nuestras carteras la llegada de la pandemia de la covid-19.

Adicionalmente, nuestro gestor Alejandro participó como ponente en la Liga de Bolsa, donde presentó la tesis de inversión de la compañía Tai Cheung Holdings, presente en Horos Value Internacional (ver [aquí](#)).

Por último, les recomiendo que vean el panel "Inversión en VALUE y sus principales retos", organizado por Negocios TV y que contó con la participación de nuestro consejero delegado, José María Concejo (ver [aquí](#)).

# Rentabilidades

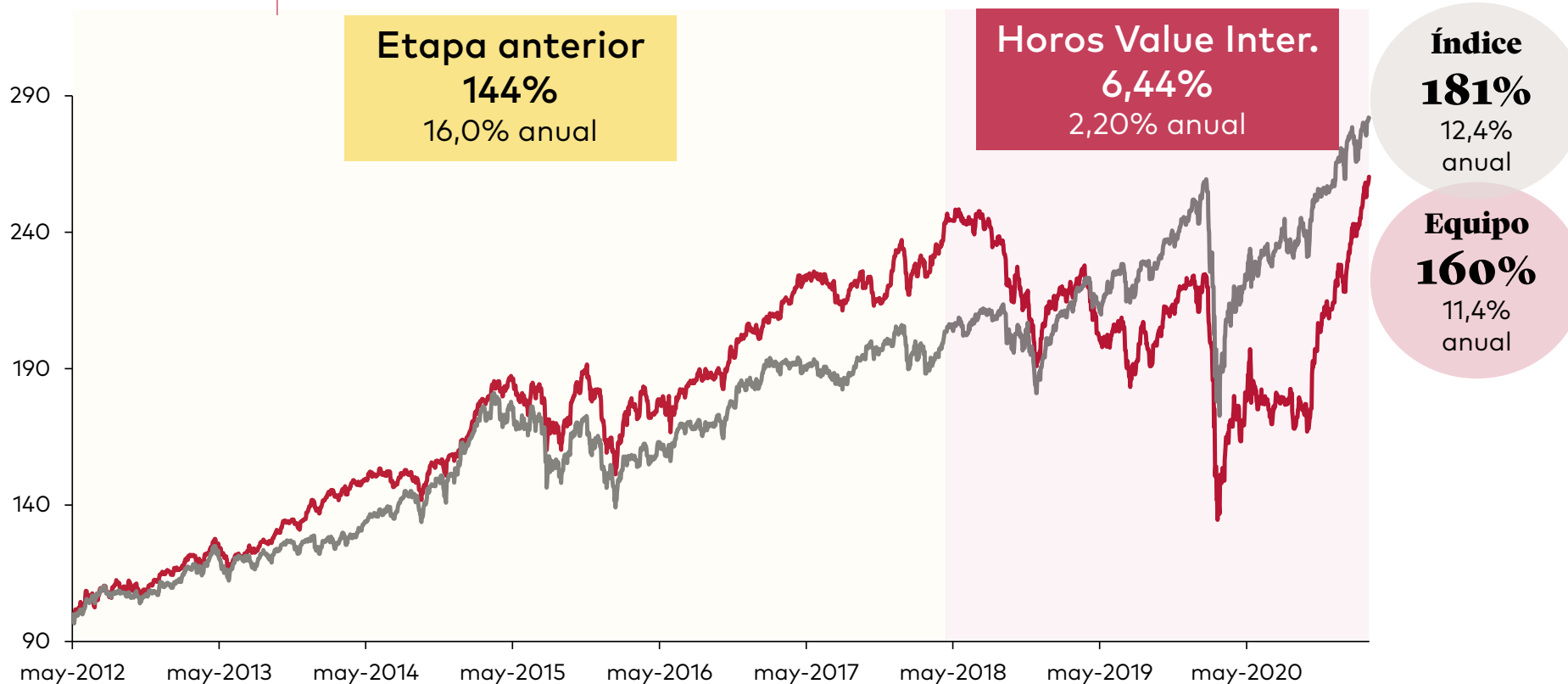
Rentabilidad histórica del equipo gestor en la **estrategia ibérica**



*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](http://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](http://www.horosam.com)*

**Top 10 posiciones**  
Horos Value Iberia

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Semapa	10,7%	Financiero
Merlin Properties	7,8%	Inmobiliario y construcción
Sonae SGPS	6,8%	Distribución
Horos Value Internacional	6,5%	Financiero
Catalana Occidente	4,9%	Financiero
Elecnor	4,9%	Ingeniería
Renta Corporación	4,4%	Inmobiliario y construcción
Ercros	4,4%	Materias primas
Gestamp	4,3%	Industrial
Corp. Financiera Alba	4,0%	Financiero

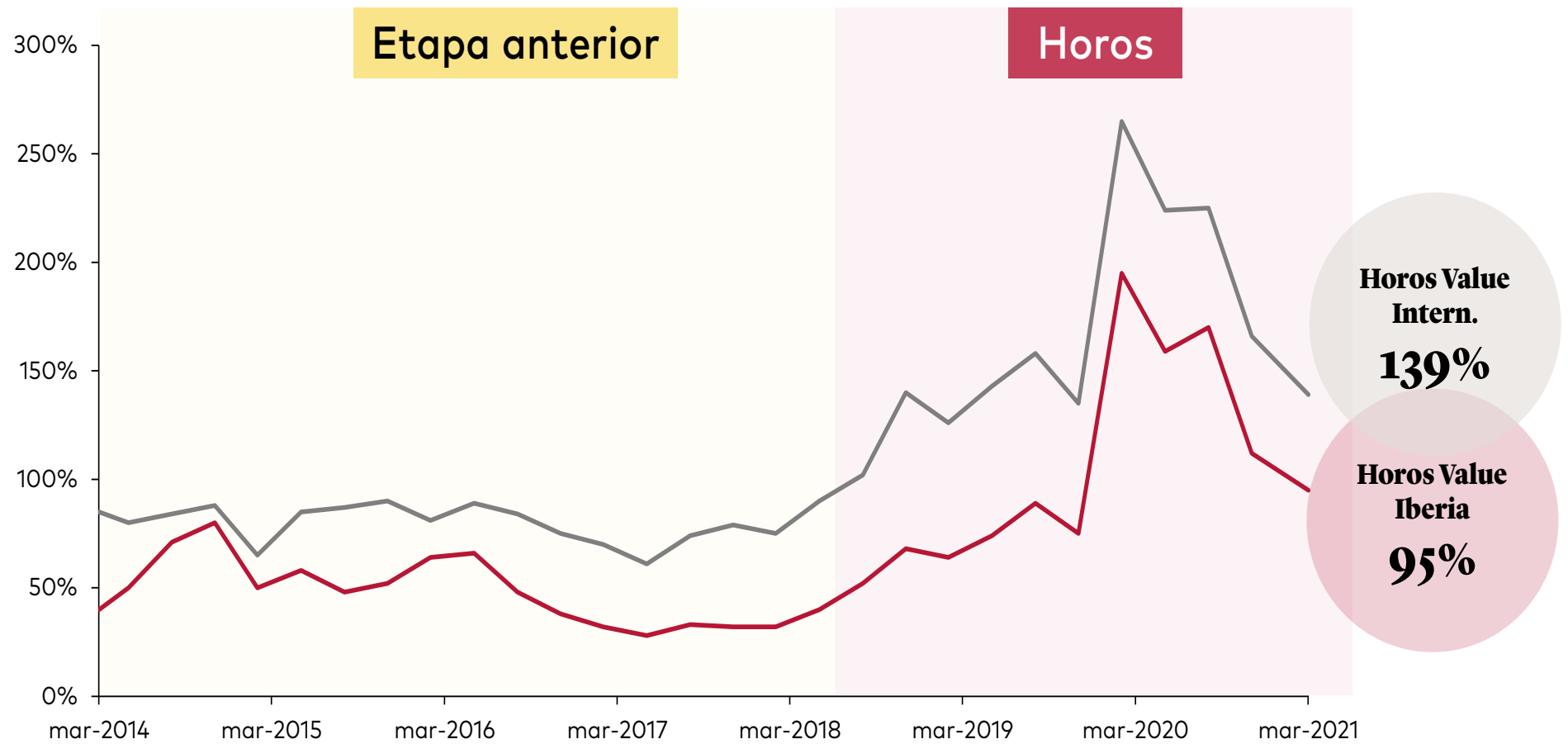
**Top 10 posiciones**  
Horos Value Internacional

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Semapa	5,6%	Financiero
Aercap Holdings	4,7%	Financiero
Asia Standard	4,2%	Inmobiliario y construcción
Teekay Corp.	4,0%	Materias primas
Catalana Occidente	3,9%	Financiero
Yellow Cake	3,8%	Materias primas
Kaisa Prosperity Holdings	3,7%	Inmobiliario y construcción
Uranium Participation	3,6%	Materias primas
Keck Seng Investments	3,5%	Inmobiliario y construcción
Fairfax India	3,5%	Financiero

# Potenciales

## Potencial histórico del equipo gestor

Datos desde 31 de marzo de 2014 hasta el 31 de marzo de 2021.  
\*\* El cálculo del potencial se muestra en la siguiente diapositiva.



\*\*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.