

HOROS

ASSET  
MANAGE-  
MENT

CARTA TRIMESTRAL  
A LOS PARTÍCIPES

JULIO 2018

JULIO 2018

Estimado co-inversor,

Iniciamos hoy una serie de comunicaciones trimestrales en las que profundizaremos sobre distintos aspectos de nuestra forma de entender la inversión, así como sobre las carteras y diferentes características de nuestros productos de inversión.

Como ya recalcamos en la carta de presentación de los fondos ([leer carta](#)), es muy importante que entienda cómo invertimos para que comprenda qué puede esperar de nuestros fondos como partícipe. Por este motivo, esta primera carta trimestral la dedicaré en gran parte a responder a la siguiente pregunta: ¿Qué es ser un inversor *value*? Adicionalmente, comentaremos las principales posiciones de nuestros fondos y actualizaremos los pesos de las principales temáticas de sus carteras, así como sus respectivos potenciales.

Por último, me gustaría agradecer su confianza a cada una de los más de mil personas que ya nos acompañan en este viaje. Puede contar con que trabajaremos por responder a sus expectativas y aprovecho para recordarle que nuestro equipo de relación con inversores (Juanjo Ferrer y Rodrigo Blanco), así como el resto de los miembros de Horos, estamos a su entera disposición para lo que necesite.

Reciba un cordial saludo,

—————|

Javier Ruiz, CFA  
Director de Inversiones  
Horos Asset Management

## ¿Qué es ser un inversor *value*?

Estas primeras semanas en Horos, tanto Alejandro, como Miguel o yo, hemos atendido a distintos medios de comunicación que estaban interesados en que les explicáramos este ilusionante proyecto en el que nos hemos embarcado. Dentro del sinfín de preguntas que hemos tratado de responder, puede que una de las que más se haya repetido en estas entrevistas sea si pensamos que hay cabida para tanta gestora *value* en el mercado español, hablando incluso de burbuja o moda de este estilo de inversión. Al margen de que estamos convencidos de que la aparición de nuevos proyectos, independientemente del estilo inversor que tengan, nos parece sana y necesaria, al incrementar el abanico de posibilidades para el ahorrador español, esta insistencia me ha llevado a preguntarme si no estaremos cayendo en una generalidad excesiva a la hora de calificar a un gestor como *value* e, incluso, he llegado a cuestionarme si nosotros mismos podemos considerarnos como tal.

Quizás le sorprenda una afirmación de estas características. A fin de cuentas, siempre hemos defendido que seguimos este estilo de inversión. Sin embargo, en una sociedad tan dada a etiquetar todo, el mundo de la gestión de activos no es ajena a esa corriente y, en particular, los estilos de inversión seguidos por los gestores son uno de sus focos favoritos. Por ejemplo, un gestor que tenga el grueso de su cartera invertido en compañías con elevado crecimiento de beneficios es catalogado, rápidamente, como *growth* (crecimiento en inglés). Mientras que invertir en compañías que coticen baratas hoy, independientemente de lo que haga el negocio los próximos años, se considera generalmente como *value*. Atendiendo a estas etiquetas, si uno estudia la cartera de nuestro fondo Horos Value Internacional, puede pensar que llevamos un estilo de inversión un poco ecléctico, con compañías de estilo claramente *growth* (caso de Alphabet, el holding que aglutina productos como Google o Youtube) o *value* (caso de algunas de las inversiones que tenemos en el sector inmobiliario, como Keck Seng Investments o Asia Standard International, compañías con una valoración muy inferior a su valor de liquidación). ¿Estaremos perdiendo el foco sobre los principios de valoración tradicionales del *value investing*? ¿O, a lo mejor, es el *value investing* el que debiera evolucionar de la mano de los nuevos modelos de negocio vinculados a internet?

## ¿Es lo mismo "barato" que "infravalorado"?

*En la medida en que el value esté basado en un cálculo sencillo de ratios, será una definición muy simplista del mismo. Si la gente compra cosas que no ha analizado, lo normal es que no termine bien, Bill Miller*

Este mismo debate se está generando a nivel global. Inversores *value* tan reputados como Bill Miller, que gestionó durante décadas el exitoso Legg Mason Value Trust, han salido a defender públicamente con apariciones en prensa ([leer artículo](#)) sus inversiones en compañías tecnológicas aparentemente caras, según las métricas tradicionales del *value*. Sin embargo, como Miller defiende, **no podemos caer en la trampa de asociar lo que está barato con lo que está infravalorado**. No es lo mismo invertir en una empresa que está ópticamente hoy barata, pero con un negocio en claro deterioro, que invertir en una empresa que cotiza a múltiplos menos atractivos, pero con un negocio con elevada y creciente capacidad de generación de caja. Las compañías son entes dinámicos y como tal deberían valorarse. De lo contrario,

caeremos irremediabilmente en las temidas trampas valor: inversiones que parecen muy atractivas, pero que con el tiempo pierden valor según el negocio de esas compañías (y sus beneficios) va menguando.

**El análisis cualitativo de los negocios es fundamental para poder minimizar los errores potenciales de inversión.** Por eso Alejandro, Miguel y yo, dedicamos el grueso de nuestro trabajo de análisis a ello. Entender la dinámica de la industria en la que opera una compañía, su posicionamiento competitivo en la misma, las amenazas que puede tener la empresa y la industria en la que opera, quién y cómo gestiona la entidad... son algunos de los interrogantes que recurrentemente debemos tratar de responder en nuestro trabajo diario. Este proceso es el mismo para cada una de las compañías que componen nuestra cartera, independientemente de si su negocio es ser una plataforma de anuncios online, producir tapones de corcho o derivados del cloro. Lo que nos lleva al segundo debate fundamental que se está produciendo a raíz de la etiqueta *value*.

¿Puede invertir en tecnológicas (a los precios actuales) un inversor *value*?

*Los intangibles suponen hoy más del 80% del valor medio de mercado de una compañía, Bill Nygren*

Uno de los gestores de fondos que más admiro, desde hace años, es Bill Nygren. Su fondo Oakmark Fund se encuentra entre los más rentables a largo plazo. Sin embargo, no es su rentabilidad lo que tiene que llamarnos la atención, sino su flexibilidad (y capacidad) histórica como gestor para invertir en todo tipo de compañías, independientemente de si pueden o no considerarse de uno u otro estilo de inversión. Precisamente, Nygren es otro de los gestores que recientemente ha realizado una defensa pública ([leer carta](#)) de sus inversiones en compañías tecnológicas. Como bien argumenta Nygren, las clásicas métricas *value* de liquidación de activos o múltiplos de beneficios actuales, pierden todo el sentido cuando se trata de valorar negocios sin activos fijos y con elevados gastos en I+D o captación de usuarios. ¿Tiene sentido estimar el valor de liquidación de una compañía como Alphabet, cuyo grueso de negocio proviene de soluciones de publicidad para sus plataformas de búsqueda por internet, vídeo o aplicaciones móviles? ¿Y por múltiplo de beneficios de hoy, cuando la compañía crece a tasas del 20% anuales, tiene una posición de caja neta de más de cien mil millones de dólares y márgenes diluidos por divisiones que aún no han rentabilizado, como Youtube o el negocio de la nube?

Claro que, muchas veces, el debate ni siquiera está en si estas inversiones podrían catalogarse como *value*. Lo que se cuestiona es si tiene sentido siquiera que un inversor que se autodenomine como *value* puede invertir en compañías con este tipo de negocios. Nuestro enfoque es muy claro a este respecto. **Cualquier compañía, independientemente de a qué se dedique, debe pasar por el mismo filtro para que podamos invertir en ellas.** Este filtro no es otro que nuestros cinco pilares de inversión: invertir en compañías cuyo negocio podamos visualizar dentro de cinco a diez años, que cuenten con algún tipo de ventaja competitiva o barrera de entrada, presenten un perfil financiero sólido, realicen una buena gestión de capital y coticen a un precio atractivo. En el caso de Alphabet, hablamos de una compañía que se beneficia del crecimiento estructural de la publicidad online, potenciado por su liderazgo en

productos con más de mil millones de usuarios que retroalimentan su enorme efecto de red y una escala que le permite gastar ingentes cantidades de dinero en investigación y desarrollo (inteligencia artificial para mejorar sus algoritmos, por ejemplo) o en servidores para alojar más y más datos. Alphabet cuenta, además, con una posición envidiable de caja neta, un equipo gestor que ha realizado una destacable gestión de capital (compra de Youtube por 1.650 millones de dólares o de Android por 50 millones de dólares) y a una valoración ajustada de menos de 11 veces. ¿Es esto una inversión *value*? Para nosotros sí.

### ¿Y las materias primas son inversiones *value*?

Aunque es cierto que el debate en este caso es menos intenso, sí que sigue habiendo cierto recelo entre la comunidad inversora a la hora de calificar este tipo de inversiones como *value*. De hecho, los argumentos que se suelen dar es que se trata de una inversión de corte macro y que, al final, uno tiene que hacer asunciones sobre el precio futuro de la materia prima, con lo que habría que hacer un trabajo de predicción que aumenta el margen de error en el análisis. Nuestra visión, sin embargo, es muy diferente. Para analizar este tipo de compañías (y aquí hablamos de toda la cadena de valor de la industria) tenemos que entender el **ciclo de capital** de la materia prima en cuestión o, lo que es lo mismo, analizar la situación actual y futura de la demanda y oferta del mercado.

Para verlo más claramente, vamos a hacer un repaso rápido del caso del uranio, al que tenemos exposición en nuestra cartera internacional. Para analizar la oferta de este mineral, tenemos que poder responder, entre otras, a las siguientes preguntas: ¿dónde están situados los principales recursos de uranio? ¿Quién los está extrayendo? ¿Qué curva de costes soporta la industria? ¿Existe o no sobrecapacidad? ¿Qué podemos esperar para los próximos años de los jugadores actuales y futuros? ¿Es rentable a estos precios desarrollar nuevos proyectos? ¿Por qué existe y qué podemos esperar de la oferta secundaria de uranio? Mientras que, con respecto a su demanda, algunas de las cuestiones a resolver serían: ¿quién demanda hoy uranio? ¿Quién lo demandará a futuro? ¿Es más importante para las centrales nucleares el precio del uranio o garantizarse el suministro? Por último, para la estimación del precio futuro del uranio, trataremos de ser siempre muy conservadores y utilizar un precio en nuestros modelos que sea razonablemente atractivo para los productores, atendiendo a los costes soportados por la industria.

Por tanto, **para analizar una compañía de materias primas debemos entender las dinámicas de oferta y demanda y hacer una asunción sobre el precio del producto vendido. Básicamente lo mismo que hacemos con cualquier compañía.** Analicemos lo que analicemos, el proceso es exactamente el mismo.

### ¿Qué es, entonces, ser un inversor *value*?

Podríamos extender varias hojas más esta carta y hablar de otras inversiones que tenemos en cartera y que también son fuente de debate. Sin embargo, mi objetivo no es hacer un repaso exhaustivo de cada caso. La idea de esta carta es hacerle comprender que nuestro proceso de inversión sigue un proceso idéntico para todas nuestras inversiones, independientemente de

cómo se quieran catalogar o etiquetar. ¿Nos consideramos entonces inversores *value*? Les dejo la siguiente frase, presente en una de las salas de nuestra oficina, como respuesta:

*Toda inversión inteligente es value investing: conseguir más de lo que estás pagando, Charlie Munger*

## Actualidad

En cuanto a la actualidad más destacable de Horos, este mes y medio ha sido de enorme intensidad y dedicación para todos los que formamos parte de esta nueva familia. Los comienzos son siempre complicados y creo que, pese a los clásicos problemas iniciales de toda empresa que camina sus primeros pasos, lo conseguido hasta ahora es para estar muy satisfechos.

En estos momentos, contamos con más de mil partícipes y un patrimonio cercano a los 30 millones de euros. A nivel de comunicación, estamos presentes en las redes sociales más relevantes (más de mil doscientos seguidores en Twitter) y hemos abierto recientemente un canal en la plataforma de vídeo Youtube ([ver canal](#)). Además, hemos aparecido en varios medios de prensa presentando el proyecto de Horos AM ([ver noticias](#)) y realizado en webinar en la comunidad financiera Rankia ([ver webinar](#)).

Para poder hacer todo esto, sin que los gestores descuidemos nuestro trabajo de análisis de compañías, es necesario contar con un equipo de grandes profesionales como nosotros tenemos. Desde aquí quiero dar, especialmente, las gracias a estas personas que tienen menos visibilidad en la empresa, pero cuyo trabajo es esencial para que Horos funcione. Sin Pepe, Beatriz, Antonio, Juanjo y Rodrigo, este proyecto sería inviable. Gracias a todos ellos por hacerlo posible.

Me gustaría también agradecer a Carlos Bellas estos años con nosotros. Su dedicación y entusiasmo fueron plenos y su ayuda de enorme valor para todos. Le deseamos la mayor de las suertes en su nuevo proyecto profesional. Se lo merece.

## Horos Value Iberia

El fondo puede invertir hasta un 20% en valores cotizados en Portugal y, al menos, un 80% en valores cotizados en España. Adicionalmente, puede invertir hasta un 10% en compañías españolas o portuguesas que cotizan en otros mercados.

La rentabilidad de Horos Value Iberia desde su constitución el 21 de mayo, hasta el 30 de junio, ha sido del 2,3%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un -3,3%. Los resultados obtenidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta.

A cierre de trimestre, **el potencial teórico del fondo para los próximos tres años se sitúa en torno al 40%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada del 11,9%. Por lo que pensamos que el fondo presenta un gran atractivo en estos momentos.

### Estructura de la cartera

A cierre de junio, la cartera de Horos Value Iberia está formada por 25 valores y concentrada en dos temáticas relevantes. Por un lado, cerca del **55%** de la parte invertida de la cartera está compuesto por compañías que conocemos desde hace años, gestionadas por **familias con importante presencia en el accionariado** (lo que garantiza una alineación de intereses con sus accionistas) y con precios aún atractivos en un mercado cada vez más difícil de invertir.

La segunda temática (**20%**) la componen **compañías olvidadas** o, incluso, “odiadas” por la comunidad inversora, al contar con un pasado muy insatisfactorio para sus accionistas, pero con un presente muy atractivo para invertir.

Horos Value Iberia invierte también en **Horos Value Internacional (6,1%)**. De esta manera, se incrementa el potencial del fondo ibérico, aumentando la calidad de la cartera y generando un mayor valor para nuestros partícipes en el largo plazo. Por supuesto, NO se cobrará ninguna comisión por ese porcentaje invertido en los fondos de la casa.

Por último, la **liquidez** del fondo a cierre de trimestre se sitúa, puntualmente, en el 26%. Sin embargo, el grueso del tiempo ha estado por debajo del 20% y es de esperar que así siga siendo en el futuro, a tenor del atractivo de las nuevas ideas de inversión que estamos terminando de analizar.

## Principales posiciones

**Renta Corporación (5,1%, olvidada):** la compañía, centrada en la adquisición de activos inmobiliarios para su transformación y venta, ha vivido un proceso de reestructuración, tanto financiero (no tienen deuda) como de negocio (utilizan opciones de compra de los inmuebles a reformar), lo que evita el riesgo de balance típico de esta industria. Adicionalmente, ha llegado recientemente a un acuerdo con APG para gestionar la SOCIMI especializada en activos residenciales del fondo de pensiones holandés. La SOCIMI tiene el objetivo de alcanzar los 1.500 millones de euros en activos y Renta Corporación cobra un 1,5% por su gestión, además de ser propietaria del 3% de la SOCIMI. Por último, hay que destacar que vamos de la mano de un equipo gestor profesional y de gran experiencia, que ha sabido reinventar su negocio hacia un modelo de altos retornos sobre el capital empleado.

**Ercros (5,0%, olvidada):** al igual que Renta Corporación, Ercros es una compañía olvidada por los analistas debido a la complicada situación que vivió hace unos años. Es un grupo industrial dedicado a la producción de derivados del cloro (necesarios, por ejemplo, para la fabricación de PVC), química intermedia (formaldehídos, colas y resinas, etc.) y farmacia (principios activos y genéricos). Después de haber pasado casi diez años de descenso continuado de la demanda de PVC, los cierres de capacidad del sector estos últimos años, unidos a la restricción adicional de oferta que se está produciendo, tras la prohibición por parte del regulador europeo de utilizar tecnología de mercurio en los procesos productivos del cloro, nos hace esperar, razonablemente, una buena evolución de esta industria para los próximos años.

**OHL (4,7%, olvidada):** la venta realizada hace meses de su división OHL Concesiones al fondo australiano IFM Investors ha generado una gran oportunidad de inversión, al cambiar absolutamente el perfil financiero y el valor de la compañía. La posición de caja tras la transacción es muy cercana al valor bursátil actual de OHL, lo que arroja un elevado margen de seguridad. Pensamos que las dudas sobre la gestión histórica de capital de la compañía están totalmente justificadas, pero que, a estos precios, la rentabilidad potencial de la inversión, ajustada por el riesgo de pérdida, es muy atractiva.

**Sonae Capital (4,6%, familiar):** vehículo inversor portugués gestionado por la familia Azevedo, que posee activos inmobiliarios y opera en los sectores turístico, energético e industrial. La compañía busca invertir en compañías portuguesas de nicho y que puedan tener un carácter exportador. Pensamos que la valoración por suma de partes de los distintos negocios es sustancialmente superior a su valor bursátil actual.

**Aperam (4,5%, familiar):** se trata de uno de los principales productores de acero inoxidable del mundo, con fuerte exposición a Europa y América. Después de un par de años de buen comportamiento bursátil, fruto de la racionalización de la oferta del sector y las medidas antidumping impuestas por Europa frente a productores asiáticos, el miedo a las tarifas del presidente americano Trump sobre este metal y las represalias tomadas por Europa, han impactado, a nuestro entender, de manera excesivamente negativa al valor.



## Horos Value Internacional/ Horos Int. PP

Nuestra cartera internacional puede invertir sin restricciones geográficas en la mayoría de bolsas del mundo, incluyendo el mercado ibérico. Por tanto, Horos Value Internacional y Horos Internacional PP son los productos que cuentan con las mejores ideas de inversión que este equipo gestor encuentre en cada momento.

La rentabilidad de Horos Value Internacional desde su constitución el 21 de mayo, hasta el 30 de junio, ha sido del -0,2%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un -1,6%. En el caso de Horos Internacional PP, la rentabilidad ha sido del -0,8%. La diferencia entre el fondo y el plan proviene de que el plan inició su proceso de inversión días más tarde, al no contar con patrimonio suficiente para invertir. Los resultados obtenidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta.

A cierre de trimestre, **el potencial teórico de la estrategia internacional para los próximos tres años se sitúa en torno al 90%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada del 23,9%, por lo que pensamos que ambos productos presentan un enorme atractivo en estos momentos.

### Estructura de la cartera

La cartera cuenta con 33 valores y con cuatro temáticas que aglutinan el grueso de la misma. La principal está compuesta por **compañías vinculadas a las materias primas (23%)**, especialmente acero inoxidable, petróleo y uranio. Otro bloque importante es el que engloba a **valores emergentes olvidados (20%)** o poco seguidos por la comunidad inversora, fundamentalmente de Asia. La inversión en **plataformas tecnológicas (13%)** con poderoso efecto de red que aún cotizan a precios muy atractivos para invertir y en compañías del **Reino Unido (11%)**, impactadas por el brexit, serían las otras dos temáticas importantes de inversión.

Por último, la **liquidez** de la cartera a cierre de trimestre se sitúa en el 14%, aunque esperamos ir reduciéndola paulatinamente las próximas semanas hasta dejarla por debajo del 10%.

### Principales posiciones

**Keck Seng Investments (4,7%, emergente olvidada)**: es una compañía familiar hongkonesa fundada a comienzos de la década de los 40 por la familia Ho, dueña del 75% del vehículo, por lo que sus intereses están alineados con los de sus accionistas. El holding está especializado en la propiedad y gestión de hoteles en Estados Unidos, China, Japón, Vietnam y Canadá. Keck Seng cuenta, además, con una importante cartera residencial en Macao que esperamos se

beneficie de la próxima apertura del puente que une Hong Kong con esta ciudad. La poca liquidez de la acción o el hecho de que los activos se valoren a coste de adquisición en el balance, han contribuido a generar una ineficiencia en el mercado a nuestro parecer injustificada.

**Asia Standard International (4,6%, emergente olvidada):** se trata de un grupo inversor y promotor inmobiliario de Hong Kong que invierte en zonas prime de Hong Kong, así como de las ciudades más importantes de China. Más específicamente, Asia Standard se centra en el desarrollo inmobiliario, alquileres, hoteles y viajes, así como en instrumentos financieros relacionados con esta actividad. El grueso del accionariado está controlado por la familia Poon, por lo que, al igual que sucede en Keck Seng, el equipo directivo está totalmente alineado con sus accionistas. El estar participada por otras empresas cotizadas de la familia Poon, así como una valoración contable de los activos a coste de adquisición muy alejada de la realidad, propician una infravaloración extraordinaria en este valor.

**Aercap Hodlings (4,2%, otros):** una de las compañías líderes del mundo en leasing de aviones. Se trata de un negocio con elevada recurrencia de ingresos y con buenas perspectivas futuras, dado el crecimiento esperado en la producción y demanda de aviones para los próximos años, derivado, fundamentalmente, de las necesidades de las economías desarrolladas y el crecimiento esperado de las emergentes. Pese a tratarse de un negocio con importante apalancamiento financiero, pensamos que la estabilidad de los flujos que genera el negocio, así como la correcta gestión de capital de los últimos años, adquiriendo ILFC a precios muy atractivos en 2013 o recomprando acciones con importante descuento, justifican invertir en una compañía que consigue ROEs históricos del 12% y cotiza hoy con descuento sobre su valor en libros y a menos de 10x beneficios.

**Qivi (4,2%, emergente olvidada):** uno de los jugadores más importantes en la industria de pagos electrónicos en Rusia y países limítrofes, además de tener una fuerte presencia en las transferencias de dinero y envío de remesas en ese mercado. El negocio combina su servicio de cartera virtual, con la mayor red de cajeros del país para la gestión y pagos de facturas y otros pagos. El lanzamiento hace más de un año de Sovest, su servicio de tarjeta de crédito al consumo, requiere de importantes gastos que están contribuyendo a diluir los márgenes de la compañía, ocultando la recuperación del negocio histórico de Qivi los últimos trimestres. Adicionalmente, el proceso de OPA vivido por la compañía en 2017, en el que el comprador (Otkritie Holding) no consiguió suficiente aceptación por parte de los accionistas y que, en un giro de los acontecimientos, vio cómo su filial Otkritie Bank tuvo que ser rescatada por el Banco Central de Rusia, puede haber contribuido al olvido del valor por parte de los inversores.

**Zeal Network (3,9%, otros):** se trata de una compañía especializada en el negocio de loterías online, con el grueso del negocio en el mercado alemán. Tras la prohibición en 2008 de la publicidad online en ese mercado, Zeal Network se convierte en operador secundario de loterías en Reino Unido. Desde enero de 2015, el regulador alemán reclama que la compañía debe pagar el IVA por la venta de servicios prestados electrónicamente (como la lotería) en Alemania, lo que ha situado la valoración de la compañía en niveles muy deprimidos, que descuentan con creces el peor escenario posible para el valor.