

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

JULIO 2020

JULIO 2020

Estimado co-inversor,

Finalizamos un trimestre marcado, nuevamente, por el gran impacto que el covid-19 ha tenido en nuestras vidas. Un trimestre en el que, al menos, nos queda la esperanza de que lo peor haya pasado. Desde aquí, me gustaría expresar mis ánimos a todo el que se haya visto afectado y, cómo no, agradecer a todos nuestros partícipes su confianza y paciencia en este difícil entorno.

A nivel de mercados, tras las fuertes caídas de febrero y marzo, las bolsas de todo el mundo tuvieron un fuerte rebote que ha contribuido a reducir las pérdidas acumuladas de este 2020. Nuestras carteras no han sido ajenas a esta recuperación, con Horos Value Internacional anotándose un 16,0% de rentabilidad en el trimestre, en línea con la subida del 16,5% de su índice de referencia, y Horos Value Iberia un 14,1%, por encima del 8,5% de su índice comparable.

Pese a este ascenso de sus valores liquidativos, nuestros fondos se mantienen con potenciales de revalorización cercanos a sus máximos históricos.¹ Somos conscientes de que creerse esos potenciales, implica creer en nuestra forma de hacer las cosas en Horos. Por eso, me parece esencial dedicar la carta de este trimestre a profundizar sobre nuestro trabajo de análisis de empresas. En concreto, estudiaremos el papel de las narrativas en nuestras tesis de inversión y en los potenciales que obtenemos para nuestras carteras.

Seguimos convencidos de que estamos en momentos extraordinarios para invertir en nuestros fondos. No tenemos ninguna bola de cristal. Tampoco controlamos la evolución de nuestras carteras (al menos, en el corto plazo). Lo que sí tenemos claro es que, si el trabajo que estamos realizando es el correcto, estos elevados potenciales terminarán convirtiéndose en rentabilidades satisfactorias y sostenibles en el tiempo.

Con mis mejores deseos, reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones
Horos Asset Management

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.

Resumen ejecutivo

No puedes calmar la tormenta, así que deja de intentarlo. Lo que sí puedes hacer es calmarte tú. La tormenta pasará.

— Timber Hakeye

Tras la abultada y violenta caída de los mercados del primer trimestre de 2020, las bolsas de todo el mundo han vivido una importante recuperación que ha contribuido a mitigar las pérdidas de este difícil ejercicio. En este entorno de volatilidad y precios bajos, el equipo de Horos ha trabajado para mantener los potenciales de sus carteras en niveles cercanos a sus máximos históricos. Obviamente no podemos saber cuándo ni cómo se terminarán materializando. Sin embargo, sí tenemos claro que **para que nuestros partícipes confíen en esos potenciales, tienen que confiar también en nuestro trabajo**. Por eso, dedicamos esta carta a explicar cómo utilizamos el concepto de las narrativas en nuestro análisis de las compañías y cómo lo incorporamos en la valoración que realizamos de estas. Entender esta parte es fundamental para comprender cómo se forman los potenciales de nuestros fondos.

Por otra parte, este ha sido un trimestre de cierta actividad para nuestras carteras, en el que hemos aprovechado los grandes vaivenes de los índices para rebalancearlas, incorporar nuevas posiciones y vender compañías con menor potencial de revalorización. En concreto, hemos iniciado nuevas posiciones, entre otras, en compañías como **Atalaya Mining** (minera de cobre con activos en España), **Brookfield Property Partners** (gestora de activos inmobiliarios) o **The One Group Hospitality** (negocio americano de restauración de gama alta), así como incrementado posiciones en el sector financiero, a través de la aseguradora española **Catalana Occidente** o la compañía inglesa de financiación *subprime* para vehículos de segunda mano **S&U**. Por el contrario, hemos liquidado inversiones con menor potencial, como **DeA Capital** o **Clear Media** (opada a finales de marzo), o con una situación financiera muy comprometida, como **Borr Drilling** (negocio de plataformas petrolíferas en el que manteníamos una posición muy residual).

La brújula que nos guía

No juzgues cada día por la cosecha que recoges, sino por las semillas que plantas

— Robert Louis Stevenson

Uno de los aspectos más fundamentales de nuestro análisis y, seguramente, también de los más controvertidos para el público, es el potencial de revalorización que estimamos que tienen los valores que componen las carteras de nuestros fondos de inversión. ¿Por qué es tan fundamental? Porque ese dato condensa TODO el trabajo de análisis que Alejandro, Miguel y yo hemos realizado sobre una compañía. Por tanto, **el potencial actúa como brújula en todas nuestras decisiones de operativa de nuestros fondos**: cuándo comprar, cuándo vender, cuándo incorporar una nueva idea de inversión a las carteras o cuándo descartarla e incluirla en nuestra lista de seguimiento ("wish list"). Sin el potencial, no habría gestión. Así de simple.

Precisamente, por ser una cifra tan relevante, decidimos hace tiempo calcular (y publicar) el potencial agregado de las carteras de nuestros fondos, para que así nuestros partícipes y posibles inversores pudieran, también, hacerse una idea de lo atractivo que puede, o no, resultar invertir con nosotros en cada momento. Ahora bien, no comprender qué esconde esa cifra o cómo funciona, puede llevar a conclusiones muy alejadas de la realidad. Por ejemplo, uno podría pensar que los potenciales de nuestras carteras son una suerte de reverso *tenebroso* (si me permiten el guiño a las películas de *Star Wars*) de sus rentabilidades y que, por eso mismo, cuando los fondos tienen un mal comportamiento sus potenciales se incrementan, mientras que, cuando se revalorizan, estos últimos se ven mermados.

Sin embargo, aunque en ocasiones esto es así, no tiene por qué serlo siempre. A lo largo de nuestras carreras profesionales nos hemos topado con situaciones en las que conseguíamos incrementar el potencial de nuestros fondos en mercados alcistas y viceversa, correcciones de mercado en las que no encontrábamos oportunidades atractivas de inversión porque los valores que corregían eran, precisamente, los que pensábamos que estaban más sobrevalorados o, directamente, los que habíamos descartado porque no cumplían algunos o varios de nuestros principios de inversión (elevado endeudamiento o destructora gestión de capital, por ejemplo).

Posiblemente, hasta la gran corrección de los mercados de este 2020, derivada de la pandemia del covid-19 que tanto ha impactado nuestras vidas, nos encontrábamos con una situación similar a la primera que hemos descrito, en la que los mercados, aupados por el mismo perfil de compañías grandes y líquidas alcanzaban máximos tras máximos, mientras que el resto de las compañías (cíclicas y menos líquidas) mostraban un nefasto comportamiento en bolsa. En ese entorno, nuestros fondos fueron elevando su potencial de revalorización, a la par que sufrían en su evolución frente a los índices bursátiles.

Sin embargo, este año la corrección ha sido más generalizada y, como explicamos en nuestra anterior carta trimestral (ver [aquí](#)), hemos centrado los esfuerzos en reducir los riesgos de inversión, vendiendo aquellas inversiones con una mayor incertidumbre asociada a la parálisis de actividad económica global y al *shock* de liquidez derivado de esta. Al mismo tiempo, estos meses hemos concentrado la cartera en aquellas compañías excesivamente penalizadas en este entorno e incorporado nuevas ideas, hasta conseguir, con todo ello, situar los potenciales de revalorización de nuestros fondos en máximos históricos.

Así y todo, ¿harían bien nuestros partícipes en creerse a pies juntillas estos potenciales? Obviamente, no esperamos un acto de fe por su parte. Sin embargo, nos gustaría pensar que si invierten con nosotros es porque confían en nuestro trabajo y, por este motivo, es tan importante que tenga muy claro que ese trabajo se refleja en los potenciales y que, además, estos evidencian lo atractivo que es invertir (o no) en nuestros fondos, en cada momento.

En definitiva, entender algunos aspectos del cálculo del potencial de revalorización de las compañías en las que invertimos y, por tanto, de nuestros fondos, puede ser de ayuda para saber interpretar lo que significan y serle de utilidad a la hora de tomar mejores decisiones de inversión. Por ello, me gustaría dedicar la primera parte de esta carta a hablar de dos de los pasos más importantes en el proceso de ese cálculo: **la narrativa y la convicción**.

La historia que hay detrás de los números

Si ya has escuchado esta historia, no me pares, porque me gustaría escucharla de nuevo.

— Groucho Marx

Todo análisis de una compañía lleva aparejado una historia, a la que suele denominarse narrativa. Esta historia no es otra cosa que lo que creemos que va a suceder con el negocio de una empresa y que tratamos de plasmar en las asunciones que incorporamos en su valoración. Por tanto, estamos hablando de la esencia del trabajo de análisis.

Posiblemente, uno de los autores que más ha escrito y trabajado sobre la valoración de las compañías sea Aswath Damodaran (de hecho, se le conoce como el "Decano de la Valoración"). Si bien no siempre estamos totalmente de acuerdo con su forma de analizar las compañías, uno de sus últimos libros, titulado *Narrative and Numbers*², explica de manera excelente cómo integrar la narrativa que tenemos sobre un negocio en la valoración de la compañía.

En concreto, Damodaran habla de cinco pasos que el análisis fundamental de una compañía debe comprender si queremos llegar a una valoración con sentido. Merece la pena que dediquemos unos momentos a explicar cada uno de estos pasos, a fin de que pueda comprender mejor nuestro trabajo. Para hacer este ejercicio más ilustrativo, nos apoyaremos en ejemplos de algunas de las compañías que tenemos en cartera.

Paso 1: Desarrollar una historia para el negocio que estás analizando.

Este paso engloba, a su vez, otros tres. Primero, tenemos que realizar el trabajo previo de conocer la **historia** de la compañía. Este estudio resulta esencial para entender las dinámicas de un negocio, las variables que más le afectan y las decisiones que el equipo directivo ha ido tomando a lo largo de los años.

Ejemplo: Catalana Occidente

Catalana Occidente cuenta con dos divisiones bien diferenciadas: seguro tradicional y seguro de crédito. Habría que analizar el histórico crecimiento de ambas divisiones, así como su rentabilidad (ratio combinado y rentabilidad financiera) en distintos entornos y las decisiones de gestión de capital de la compañía (política de dividendos, análisis de las numerosas adquisiciones de otras entidades, etc.).

En segundo lugar, es importante comprender el **mercado** en el que opera la compañía y qué esperar de este. ¿Cómo de rápido aumenta el mercado? ¿Hay partes de este que crezcan más rápidamente? ¿Qué necesidades de inversión

² Damodaran, Aswath (2017): *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*. New York: Columbia University Press.

tienen los negocios que operan en el sector? ¿Qué variables determinan su rentabilidad? ¿Es cíclico o maduro? Estas son algunas de las (muchas) preguntas que debemos hacernos a la hora de desarrollar nuestra narrativa.

Ejemplo: Warrior Met Coal

*En primer lugar, tendríamos que diferenciar en nuestro análisis las dinámicas del carbón metalúrgico (100% de exposición para **Warrior Met Coal**) y del carbón térmico. El primero depende de la evolución de la demanda de acero y de las necesidades de los altos hornos que utilizan este carbón en su proceso productivo, mientras que, el segundo, se emplea, fundamentalmente, para la generación de electricidad y, a nuestro entender, está sujeto a una mayor incertidumbre futura (regulación, presión popular, etcétera).*

*En cuanto a las necesidades de inversión, en general las compañías tienen un capex relativamente bajo y, en casos contados, pueden iniciar proyectos de apertura de nuevas minas, siempre que los precios de venta acompañen (caso de Blue Creek para **Warrior**).*

*Por último, como sucede con cualquier materia prima, la ubicación en la curva de costes, los gastos de transporte y laborales, así como el precio de venta, son algunos de los factores que determinan el posicionamiento de cada compañía a nivel competitivo. **Warrior** cuenta con un carbón metalúrgico de elevada calidad, que le permite exportar el 100% de su producción fuera de Estados Unidos a precios elevados. Además, cuenta con una estructura de costes flexible que contribuye a que la compañía genere caja, incluso en entornos de precios muy bajos, como los actuales.*

Por último, hay que hacer el ejercicio de estudiar el **entorno competitivo** del negocio, para entender qué podemos esperar de este hoy y en los próximos años. Este análisis implica comprender por qué hay compañías que son más rentables que otras en la industria o por qué unas crecen más que el resto, por ejemplo.

Ejemplo: AerCap

*En el sector de alquiler de aviones, donde tenemos exposición a través de **AerCap**, las diferencias de rentabilidad de unas compañías y otras podrían venir marcadas, entre otros, por la edad de la flota de la que son propietarias las compañías de alquiler, los tipos de aviones que componen esas flotas, la calidad de los clientes, la política de amortización de los aviones, el coste de financiación, la tasa fiscal o el apalancamiento financiero (endeudamiento) de cada empresa.*

En cuanto al crecimiento de ingresos, el tamaño y tipo de aviones de la flota, la capacidad de endeudamiento o las alternativas a ese crecimiento, son factores que influyen en los diferentes perfiles de cada entidad. Por último, al tratarse de un negocio financiero, las decisiones de gestión de capital del equipo directivo marcarán, de manera muy acusada, la rentabilidad futura de los accionistas.

Paso 2: Probar la narrativa para ver si es posible, plausible o probable.

En términos generales, podemos imaginar un sinfín de **escenarios posibles** para una compañía, pero su probabilidad de ocurrencia suele ser ínfimo. Este tipo de escenarios suelen tener más cabida en compañías tecnológicas o con mercados por hacer, donde "todo puede suceder".

*Ejemplo: **Baidu***

*La compañía china **Baidu**, de la que somos accionistas desde hace años, cuenta con una división dedicada al desarrollo del vehículo autónomo. Podemos imaginar un sinfín de escenarios para esta división. Por ejemplo, que **Baidu** domine el mercado chino de vehículos autónomos y exporte esa tecnología al exterior. Ahora bien, ¿qué probabilidad asignamos a dominar el mercado chino y a exportar la tecnología a otros países (mucho más probable lo primero)? De hecho, la probabilidad de ocurrencia de estos escenarios dependerá, a su vez, de otras narrativas que deberemos incorporar: ¿se implementará esta tecnología solo en grandes ciudades? ¿Se limitará al mercado de taxis? ¿Impactará a la venta de automóviles nuevos?*

*Por lo tanto, hablamos de situaciones que entrarían dentro de lo que en jerga financiera se denomina "opcionalidad". Eventos poco probables, pero de gran impacto, si terminan produciéndose. En nuestro caso, preferimos ser conservadores y asignamos un valor nulo a esta división de **Baidu**, por lo que todo lo que suceda será un extra de rentabilidad con la que no contamos.*

Un segundo grupo de escenarios más reducidos, pero más probables, estaría compuesto por aquellas narrativas que consideremos **plausibles**. Se trata de escenarios no tan descabellados y cuyo crecimiento y riesgo de ejecución son más sencillos de valorar que el caso que acabamos de comentar.

*Ejemplo: **Tencent Holdings***

*Siguiendo con el ejemplo de compañías tecnológicas chinas que tenemos en cartera, podemos considerar el caso de **Tencent Holdings** y su división de publicidad online en*

redes sociales. Cuando invertimos en la compañía (a través del holding sudafricano **Naspers**), **Tencent** solo permitía que apareciera un anuncio, cada día, en el portal del usuario de su exitosa plataforma social Weixin/WeChat. A nuestro entender, lo normal es que, con el paso del tiempo, **Tencent** fuera incrementando el número de anuncios, una vez que los usuarios de WeChat ya estaban suficientemente cautivos (efecto de red, valor añadido de la plataforma, etcétera) para poder dar ese salto y, además, teniendo el ejemplo cercano de lo sucedido en compañías occidentales como **Facebook**. Por eso, en nuestra valoración, asumimos que los ingresos normalizados de esta división serían muy superiores a los del momento de nuestra inversión. Hoy, WeChat permite cuatro anuncios por día, lo que ha multiplicado las posibilidades de monetización por usuario de la compañía.

El último grupo de escenarios estaría englobado por las situaciones más **probables** que podemos incorporar a nuestra valoración. Se trata, en definitiva, de aquellos escenarios que sustentan la base de generación de caja de los negocios y, por tanto, sujetos a un menor (que no insignificante) margen de error.

Ejemplo: **Sonae**

Si tomamos como ejemplo el holding portugués **Sonae**, la narrativa que incorporamos en su división de distribución de alimentación Sonae MC (principalmente supermercados Continente) no contempla grandes desviaciones, lo que entraría dentro de lo más probable dada la naturaleza defensiva de este negocio y los pocos cambios que esperamos en este. Esto resulta muy diferente a la evolución que pueden darse en otras divisiones del grupo, como puede ser la de Worten o Fashion, donde podemos incorporar otros escenarios adicionales que entrarían dentro de lo posible y lo plausible.

Paso 3: Convertir la narrativa en generadores de valor.

El tercer paso consistiría en traducir la narrativa en las **cifras clave del negocio**, a fin de alcanzar nuestro cálculo de **generación de caja** del negocio. Por ejemplo, a la hora de determinar las ventas futuras de una compañía, tendremos que hacer estimaciones (explícitas e implícitas) sobre el tamaño futuro del mercado en el que el negocio opera, la cuota de mercado futura de la compañía, la cantidad de unidades de producto vendidas o su precio de venta. También, a tenor del estudio de las dinámicas del sector y el posicionamiento competitivo de la empresa, debemos decidir qué rentabilidad (márgenes operativos) podemos esperar del negocio los próximos años y qué nivel es el más sostenible (normalizado). Otras

variables relevantes podrían ser la tasa fiscal o las necesidades de circulante, de inversión y reinversión del negocio.

Ejemplo: Atalaya Mining

En el mundo de las materias primas hay tres variables fundamentales para determinar el nivel esperado de ventas de las compañías: volumen de materia prima vendida, el precio de venta e, indirectamente, el coste de producir esa materia prima (si el precio de venta no cubre ese coste, la mina no va a poder mantenerse abierta).

En el caso de la empresa minera de cobre Atalaya Mining, si bien no es de las compañías mejor posicionadas del sector en la curva de costes de producción, sí que pensamos que podrá generar mucha caja a futuro, dadas nuestras perspectivas sobre el precio del cobre, las bajas necesidades de inversión de Atalaya y su nulo endeudamiento.

Paso 4: Conectar los generadores de valor en una valoración.

Una vez hemos traducido nuestra narrativa en una estimación de los flujos de caja libre generados por la compañía los próximos años, nos falta calcular el **valor total de la empresa**. Existen un sinnúmero de métodos para valorar una compañía. En nuestro caso, en términos generales, realizamos estimaciones a tres años y normalizamos la generación de caja del tercer año, haciendo ajustes, entre otros, en los márgenes del negocio (al alza o a la baja), en las inversiones (eliminando las que no son recurrentes) o las necesidades de circulante de la compañía. Por último, incorporamos el último dato que falta de nuestra narrativa: **¿a qué múltiplo merece cotizar el negocio?** O, dicho de otra manera, ¿qué calidad pensamos que tiene en función de todo el análisis previo?

Obviamente, entramos en un terreno muy subjetivo y, como ya hemos recalcado en otras ocasiones, **todo el ejercicio de valoración tiene más de arte y menos de ciencia de lo que uno podría pensar**. En Horos podríamos decir que el rango de múltiplos de salida que asignamos a los negocios oscila entre las once (11x) y dieciocho (18x) veces. Así, compañías del sector de las materias primas merecen múltiplos que rondan las 11x, mientras que Tencent, con su irreplicable y difícil de atacar ecosistema tecnológico, merecería un múltiplo cercano a las 18x.

Con todos estos ingredientes, ya podemos calcular el **potencial** de las compañías en las que invertimos, comparando el valor que hemos estimado con su capitalización bursátil. Por último, ponderando por la exposición que los fondos tienen a cada

inversión, obtendríamos el potencial de revaloración teórico de nuestros fondos de inversión.

Paso 5: Mantener abierto el bucle de retroalimentación.

Nuestro trabajo, como puede imaginar (si no, no habría cinco pasos), no termina con el cálculo del potencial. Es necesaria una labor continua de **monitorización de la inversión y cuestionamiento de nuestra tesis**. Primero, porque el mundo cambia continuamente y, segundo, porque podemos estar equivocados en nuestro análisis inicial. Sin embargo, antes de profundizar sobre este último paso, es necesario comprender por qué es tan importante y, a su vez, tan difícil de llevar a cabo.

I want to believe

Buscar posibilidades extremas te ciega ante la probable explicación que tienes delante de tus narices.

— Dana Scully (Expediente X)

Uno de los mayores enemigos que tenemos a la hora de creer en algo o tomar decisiones racionales y coherentes, lo encontramos en nuestro propio cerebro. **Aunque nos gusta pensar que somos seres racionales, la realidad es que somos excelentes racionalizadores.** Una vez nos formamos una creencia o tomamos una decisión, da igual (hasta cierto punto) la evidencia que tengamos delante, nos convertimos en máquinas perfectas de autojustificación. Esto explica, por ejemplo, por qué los seguidores de un partido político o de una ideología, tienden a ver el demonio en cada actuación del partido de signo contrario, incapaces de pasar por alto cualquiera de sus faltas, cuando actos mucho más condenables de su partido afín son, sencillamente, ignorados.

Michael Shermer, de cuyo libro *The Mind of the Market*³ hablamos en la pasada carta trimestral, cuenta con otra obra de gran interés: *The Believing Brain*⁴. En este volumen, Shermer defiende a través del concepto "realismo basado en creencias"⁵ que, como acabamos de comentar, las creencias vienen primero y las explicaciones

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

⁴ Shermer, Michael (2011): *The believing brain: from spiritual faiths to political convictions – How we construct beliefs and reinforce them as truths*. US: Times Books.

⁵ Traducción libre de "belief-dependent realism".

a estas creencias llegan después. Una vez que creemos en algo, el cerebro busca (y encuentra) evidencia confirmatoria que refuerza esa creencia, lo que nos da mayor confianza sobre su veracidad, reforzándola aún más y repitiéndose el proceso como un bucle de retroalimentación. En cierta manera, podríamos decir que existe una realidad objetiva que carece de importancia para nuestros cerebros, una vez hemos decidido creer algo.

Esta forma de funcionar de nuestra mente puede ocasionarnos serios problemas, pero también ofrecemos grandes ventajas si la sabemos utilizar a nuestro favor. Efectivamente, el conocimiento de la **disonancia cognitiva** (nombre más técnico para el acto de racionalizar/justificar decisiones y creencias irracionales) y del **sesgo de confirmación** (esa tendencia a elegir solo la información que apoya nuestras creencias), puede permitirnos sacar partido en muchos ámbitos. Por ejemplo, en su polémico (y muy interesante) libro *Win Bigly*⁶, Scott Adams explica cómo Donald Trump se hizo con la presidencia de Estados Unidos, utilizando técnicas de persuasión que se alimentan y benefician de estas trampas mentales en las que todos caemos.

Sea como fuere, lo que nos interesa como inversores es saber que, una vez formamos una idea en nuestra cabeza, es muy difícil contrariarla y sacarla de ahí. ¿Qué tiene que ver todo esto con nuestros pasos para incorporar las narrativas en nuestras valoraciones? Todo. **Nuestro cerebro puede llevarnos a imaginar una narrativa para una empresa y justificarla continuamente, apoyándonos solo en la información que nos convenga, por mucho que la realidad vaya en nuestra contra.** Por eso es tan importante ese quinto paso y por ello tenemos que contar con herramientas que nos permitan, en la medida de lo posible, contemplar de manera objetiva nuestras tesis de inversión y actualizar nuestra narrativa y nuestra valoración en función de los cambios que se vayan produciendo.

Paso 5: Mantener abierto el bucle de retroalimentación (cont.).

Una de nuestras tareas para mantener abierto este bucle de retroalimentación de la narrativa es, precisamente, revisar y actualizar lo que estamos asumiendo en esta. A veces, uno se da cuenta de que sus expectativas no eran realistas y tiene que realizar (dolorosos) ajustes en la narrativa y la valoración de la compañía. Por eso, es muy importante tener claro, desde el principio, **qué implica nuestra narrativa** y si es conservadora o agresiva.

⁶ Adams, Scott (2017): *Win bigly: persuasion in a world where facts don't matter*. New York: Portfolio/Penguin

*Ejemplo: inversión en **uranio***

Como sabe, llevamos tiempo invertidos en uranio a través de los vehículos financieros **Uranium Participation Corporation** y **Yellow Cake**. No vamos a repetir nuestra tesis de inversión en este elemento químico (ver [aquí](#)). A nuestro entender, hay dos variables relevantes a futuro que marcarán el devenir del precio del uranio. Por un lado, las futuras necesidades (crecientes) de uranio sin cubrir de centrales nucleares, que les obligará a volver a firmar contratos de suministro de largo plazo con las compañías dueñas de minas y depósitos de uranio. ¿A qué precio? Ahí entra en juego la segunda variable: la oferta de uranio. Dentro de unos años, la curva de costes de producción de uranio requerirá de precios superiores a los 60/70 dólares la libra, para que las minas que harán falta para cubrir las necesidades de las centrales no pierdan dinero. Con esto encima de la mesa, pensamos que no tiene sentido un precio de uranio algo por encima de los 30 dólares y que, al menos, en el medio plazo, debería acercarse a esos 60 dólares. Esta es nuestra narrativa y el paso del tiempo no está haciendo más que reforzarla.

Hay ocasiones en las que, por el perfil de compañía o la incertidumbre asociada a la tesis de inversión, uno no acaba de estar cómodo asumiendo una narrativa para la valoración. En esos casos, una opción muy válida es preguntar directamente al mercado por la suya. ¿Qué quiere decir esto? Básicamente, analizar **qué descuenta el mercado** para la compañía a los precios a los que cotiza en bolsa.

*Ejemplo: **Catalana Occidente***

La aseguradora española cuenta con dos divisiones muy diferenciadas: seguro tradicional y seguro de crédito. La primera de ellas engloba, entre otros, los clásicos seguros de automóvil, hogar, decesos o vida. Negocios relativamente estables en el entorno actual. Sin embargo, la segunda de ellas, el seguro de crédito, cuenta con un componente cíclico muy acusado, ya que el negocio consiste en asegurar a empresas frente a potenciales impagos de facturas de sus clientes. En una situación tan complicada, como la actual, el mercado tiene temor a que esta división sufra y haga perder dinero a **Catalana**.

Dicho esto, si bien es cierto que es de esperar un importante impacto en esta división, ¿qué está exactamente descontando el mercado? Un escenario nunca visto, ni siquiera en la crisis de 2008/2009, cuando la compañía estaba mucho menos preparada a nivel de gestión de riesgos y de clientes para lo que sucedió en aquella época. En concreto, en los precios mínimos de 17 euros que **Catalana** alcanzó a mediados de mayo, el mercado asumía, implícitamente, que tanto la división de seguro de crédito como el exceso de reservas que la compañía mantiene en balance no valían nada y

que la división de seguro tradicional merecía cotizar a un conservador múltiplo de 11x beneficios. Desde luego, podemos discutir qué va a pasar con la división del seguro de crédito o a cuánto asciende ese exceso de reservas, pero lo que no le vemos sentido es que valgan cero. Este sencillo ejercicio reforzó nuestra tesis de inversión en la compañía en un momento de elevada incertidumbre sobre el futuro de la compañía.

Los mercados tienden a sobredescotar la incertidumbre relacionada con riesgos identificados. Por el contrario, los mercados tienden a infradescontar riesgos que no han sido expresamente identificados.⁷

Obviamente, otra forma muy relevante de hacer más robustas nuestras narrativas sería la de contar con un **proceso sólido de inversión**, incluyendo pasos que contribuyan a alcanzar este objetivo. En este sentido, como seguro ya nos ha escuchado comentar en alguna ocasión, una de las ventajas de ser un auténtico equipo gestor en Horos, es que siempre necesitamos que haya consenso de los tres para poder invertir en una compañía. En concreto, uno de los gestores realiza el análisis previo de una empresa y el resto intenta matar la tesis de inversión. Esto obliga a que nos replanteemos continuamente la narrativa que estamos asumiendo, reforzando así la calidad de esta y solo permitiendo que entren en nuestra cartera aquellas ideas que superen este duro filtro.

En otras ocasiones, el mercado nos brinda la oportunidad de poder "saltarnos" la narrativa, evitándonos el riesgo asociado a tener que realizar estimaciones sobre el futuro de la compañía. Estas situaciones se presentan cuando invertimos en compañías que ofrezcan **opciones gratuitas** a los precios a los que cotizan en bolsa. Este sería el caso ya comentado de **Baidu** y su tecnología de vehículos autónomos. Otros ejemplos, comentados también en anteriores cartas y presentaciones, podrían ser **Keck Seng Investments** (ver [aquí](#)) y los activos hoteleros e inmobiliarios que nos llevamos "gratis" a los precios actuales o el de **Meliá Hotels International**, cuya valoración conservadora de activos hoteleros soporta holgadamente el precio actual de su cotización y nos permite obtener la opción gratuita del negocio de gestión hotelera.

Todo lo que hemos comentado en esta carta no sirve de nada si los gestores no contamos con la actitud adecuada para llevarlo a cabo. Al final, necesitamos ser conscientes de que **nuestro ego es nuestro principal enemigo**⁸. Debemos ser lo

⁷ Traducción libre de "markets tend to overdiscount the uncertainty related to identified risks. Conversely, markets tend to underdiscount risks that have not yet been expressly identified". Frase de Jamie Mai (inversor conocido por su aparición en el libro *The Big Short*, de Michael Lewis), extraída de Schwager, Jack D. (2012): *Hedge fund market wizards: how winning traders win*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

⁸ Sobre este tema, recomiendo: Holiday, Ryan (2016): *Ego is the enemy: the fight to master our greatest opponent*. London: Profile Books.

suficientemente humildes para asumir que nos vamos a equivocar y, lo que a veces es más difícil, aprender a detectar los errores a tiempo y ajustar nuestra tesis de inversión en función de la nueva realidad que estamos contemplando, intentando evitar anclarnos en ese bucle de creencia y confirmación tan peligroso. Por todo ello, **en Horos trabajamos con la premisa de que nuestro conocimiento es limitado, pero manteniendo siempre una sed de aprendizaje ilimitada.**

No puedes aprender lo que crees que ya sabes.⁹

Movimientos más destacados

No es la especie más fuerte la que sobrevive, ni la más inteligente, sino la que mejor se adapta al cambio.

— Comentario atribuido a Charles Darwin

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

HOROS VALUE INTERNACIONAL

Reducciones/salidas:

INFRAESTRUCTURAS Y TRANSPORTE DE GNL Y PETRÓLEO

Reducimos exposición del 10,9% al 8,4%

Posiciones: Teekay Corp. (4,5%), Golar LNG (2,2%) y Teekay LNG (1,7%)

Hemos reducido la posición que mantenemos en estas dos "Teekay", tras la fuerte subida que experimentaron en el mes de abril, desde los mínimos bursátiles de marzo (120% **Teekay Corp.** y 70% **Teekay LNG**). En el caso de **Teekay LNG**, la cotización se ha mantenido relativamente estable desde entonces, mientras que el holding **Teekay Corp.** ha sufrido una fuerte corrección, hasta volver a situarse en mínimos. ¿Qué justifica esta mala evolución de la compañía en bolsa?

Por un lado, **Teekay Corp.** y **Teekay LNG** anunciaron, finalmente, la esperada transacción de los IDR¹⁰ que **Teekay Corp.** ostentaba sobre **Teekay LNG**. En

⁹ Epicteto. Extraído de Holiday, Ryan (2016): ídem.

¹⁰ *Incentive Distribution Rights*

concreto, Teekay LNG adquirió los IDR con la emisión de 10,75 millones de acciones (c. 120 millones de dólares en el momento de la transacción). Como recordatorio del funcionamiento de los IDR, **Teekay Corp.** tenía derecho a recibir un dividendo extraordinario de **Teekay LNG**, siempre que esta última superase ciertos mínimos de reparto de beneficios entre sus accionistas. Además, como hemos comentado en anteriores ocasiones, **Teekay Corp.** controlaba el c.34% de **Teekay LNG** (31,7% vía acciones comunes y 2,0% vía acuerdo de General Partner). A nuestro entender, esta compleja estructura de capital dificultaba la valoración de ambas compañías, por lo que la transacción anunciada el 11 de mayo nos parece una buena noticia. Sin embargo, los términos de esta han sido algo decepcionantes (visto como accionistas de **Teekay Corp.** que pasa a controlar el c. 42,5% de **Teekay LNG**), por lo que ajustamos nuestra valoración de **Teekay Corp.** a la baja.

Por otro lado, **Teekay Corp.** es dueña del c. 29% de las acciones de **Teekay Tankers**, compañía de transporte de petróleo. La evolución de la cotización de esta última se ha asemejado, en lo que llevamos de 2020, a una auténtica montaña rusa. Como muestra de ello, las acciones de **Teekay Tankers** se depreciaron un 50% desde primeros de año hasta los mínimos que alcanzó en febrero, para después recuperar toda la caída (100% de apreciación) aupadas por la subida de fletes (precio de alquiler) de sus barcos, causada por la fuerte demanda de almacenamiento de petróleo en el periodo y la consecuente caída de oferta de tanqueros para su transporte. La compañía ha aprovechado para reducir notablemente su endeudamiento, con el gran incremento de generación de caja del negocio en el periodo, y para firmar contratos a precios fijos con algunos de sus barcos. Pese a ello, tras la relajación de la demanda de almacenamiento de petróleo y la caída de fletes, la cotización ha vuelto a los mínimos anuales, perdiendo toda la subida en bolsa e impactando (negativamente) en la cotización de **Teekay Corp.**

Por nuestra parte, mantenemos la tesis de que el mercado no está valorando correctamente a **Teekay Corp.** y pensamos que las medidas que ha ido tomando el equipo directivo los últimos meses (reducción de deuda, mejora de situación de los FPSOs¹¹ o simplificación de estructura de capital), contribuirán a que la tesis de inversión se materialice.

URANIO

Reducimos exposición del 8,8% al 7,2%

Posiciones: Yellow Cake (3,7%) y Uranium Participation (3,5%)

¹¹ *Floating Production Storage and Offloading* (unidad flotante de producción, almacenamiento y descarga).

Ya destacamos, en la anterior carta trimestral, el gran impacto que la pandemia del covid-19 está teniendo en la oferta de uranio, con una reducción superior al 50% por los obligados cierres de las principales minas del sector. Este shock ha propiciado que el uranio se anote un 21% en el trimestre (33% en lo que llevamos de año).

Obviamente, nuestras inversiones en **Yellow Cake** y **Uranium Participation** (vehículos financieros que compran uranio para su almacenamiento) se han beneficiado de este tensionamiento, aunque menos de lo que cabría esperar. Así, **Yellow Cake** se anotó algo más de un 11% en el trimestre, mientras que **Uranium Participation** se apreció un 17% en el periodo. Esta evolución, unida al mal comportamiento relativo de ambos vehículos en el trimestre anterior, ha contribuido a que coticen con un descuento sobre el valor de sus activos superior al 20%. Dicho de otra manera, comprar acciones de **Yellow Cake** y de **Uranium Participation** equivale a adquirir uranio con un descuento superior al 20% sobre su precio de mercado.

Los equipos directivos de ambas compañías son conscientes de la oportunidad de crear valor que esto supone y desde hace semanas están recomprando acciones propias. De hecho, al cierre de trimestre **Yellow Cake** anunció la venta de 300.000 libras de uranio, para utilizar el dinero obtenido (c. 10 millones de dólares) en recomprar acciones de la propia compañía (uranio con descuento). Estamos convencidos de que estas medidas contribuirán a que esta ineficiencia se vaya cerrando.

La reducción de peso en esta temática, que sigue siendo la mayor apuesta individual del fondo, responde exclusivamente a la aparición de nuevas oportunidades de inversión que iremos comentando posteriormente.

OTRAS

Ventas del 5,1% del fondo

Salen Clear Media, DeA Capital y Borr Drilling

Como destacamos en la anterior carta trimestral, **Clear Media** recibió el 31 de marzo una OPA por parte de un consorcio de inversores, liderado por el equipo directivo de la propia compañía. Acudimos a la OPA durante el mes de abril, liquidando nuestra inversión con importantes plusvalías.

En cuanto a **Borr Drilling**, vendimos la posición residual (0,1%) que manteníamos en la empresa de plataformas petrolíferas, a tenor del empeoramiento en su situación

financiera. Tras la salida en el trimestre anterior de **Valaris**, mantenemos únicamente **Shelf Drilling** (0,4%) como inversión en este sector, cuyos fundamentales se han deteriorado drásticamente en los últimos meses. Aunque estamos convencidos de que algunas de las compañías de esta industria terminarán multiplicando por varias veces su cotización, no estamos dispuestos a asumir los riesgos asociados al actual entorno.

Por último, hemos vendido el holding italiano **DeA Capital** tras su buen comportamiento bursátil y su escaso potencial relativo frente al resto de alternativas de la cartera.

Incrementos/entradas:

FINANCIERAS

Compras del 6,6% del fondo

Entran Catalana Occidente (5,2%) y S&U (1,4%)

A la hora de invertir en el sector financiero, tratamos de hacerlo siempre a través de aquellas compañías con un equipo directivo que realice (y haya realizado) una excelente gestión de capital. El motivo es muy sencillo. Las compañías financieras tienden a operar con un elevado apalancamiento financiero (endeudamiento). En épocas boyantes, en las que cualquier decisión parece acertada, este apalancamiento (de ahí lo de "palanca") multiplica la rentabilidad del negocio. Sin embargo, cuando la economía se resiente, si las decisiones de crecimiento o de asunción de riesgos no fueron precisamente conservadoras, el apalancamiento tiene el mismo efecto en la dirección contraria, magnificando las pérdidas. Además, en esos entornos recesivos, si la gestión de capital o las decisiones operativas fueron agresivas, el valor de los activos (préstamos, por ejemplo) se ve menguado, poniendo en riesgo la solvencia de estas entidades. De ahí que el sector bancario tenga que ser rescatado o realice mega – ampliaciones de capital en todas las crisis. Obviamente, estamos convencidos de que **Catalana Occidente** y **S&U** cuentan con excelentes equipos directivos y, por este motivo, hemos invertido en ambas compañías.

Catalana Occidente ("Catalana")¹², compañía de seguros española de la que somos accionistas desde hace años con nuestra cartera ibérica, entra también en la cartera internacional por su (muy) atractivo binomio rentabilidad-riesgo a los actuales precios a los que cotiza en bolsa la entidad. La aseguradora cuenta con

¹² Si ha leído la parte de este documento dedicada a las narrativas, puede obviar, aunque se profundiza más, los próximos párrafos dedicados a resumir nuestra tesis de inversión en Catalana Occidente.

dos líneas de negocio: seguro tradicional (auto, hogar, salud, vida...) y seguro de crédito. Precisamente, esta última es la que preocupa hoy a la comunidad inversora y la que está penalizando sobremanera la cotización de la compañía. **Catalana** asegura a empresas, mediante la emisión de seguros de crédito, frente a potenciales impagos de los clientes de estas. En un entorno como el que hemos vivido los últimos meses, existe el miedo (justificado) a un repunte en los siniestros declarados, lo que acarrearía un importante desembolso por parte de **Catalana**.

Sin embargo, haciendo el ejercicio de analizar qué estaba descontando el mercado en el momento de nuestra inversión, llegamos a la conclusión de que la capitalización bursátil de la compañía equivalía a otorgar un conservador múltiplo de 11x beneficios al negocio tradicional (negocio que merece un múltiplo mayor por su excelente gestión y rentabilidad), cero valor al exceso de reservas que **Catalana** acumula en su balance y que podría repartir como dividendo cuando quisiera y, por último, un valor de cero *a perpetuidad* al negocio de seguro de crédito.

Entendemos los miedos de corto plazo del mercado, pero, por un lado, pese a su carácter cíclico, el seguro de crédito ha demostrado ser la rama más rentable del negocio de **Catalana**, gracias a las dinámicas de una industria que opera en oligopolio. Por otro lado, la compañía ha ido implementando continuas mejoras en la gestión de riesgos de esta división (como exigir un pago de franquicia al asegurado, en caso de declarar el siniestro, o seleccionar clientes de menos riesgo que en la época anterior a la crisis, cuando la antigua Atradius aún no había sido adquirida por **Catalana**). Adicionalmente, algunos países como Alemania, han aprobado atractivos paquetes de ayuda para el sector, bajo los que los Estados asumirán las pérdidas de este año, a cambio de que estas entidades no obtengan ningún beneficio en el ejercicio.

Este conjunto de factores, unidos a una impecable gestión de capital de la compañía, gracias a contar con una visión de negocio de largo plazo y una total alineación de intereses con los accionistas (la familia Serra controla el c. 61% del accionariado), así como una valoración de derribo (PER'22 menor a 4x y P/BV'22 de 0,5x), nos ha animado a situar **Catalana Occidente** como una de las primeras posiciones del fondo.

Por su parte, la entidad financiera **S&U** es una compañía familiar de tercera generación (su presidente, Anthony Coombs, es el nieto del fundador), centrada en la concesión de préstamos a clientes *subprime* (habitualmente descartados por las entidades bancarias, por su peor perfil financiero) para la compra de vehículos de segunda mano (división Advantage Finance) y la financiación de corto plazo, o

puente, a promotores para la adquisición, reforma y posterior venta de inmuebles de calidad (división Aspen Bridging).

Pese a la gestión conservadora del crecimiento (cliente *subprime* no tiene por qué implicar aceptar a cualquier cliente) y del endeudamiento de la compañía (ratios de apalancamiento muy inferiores a los de otras entidades financieras), **S&U** ha conseguido retornos sobre sus fondos propios de doble dígito (promedio del 16% desde 2010), gracias a los elevados márgenes de su negocio, superiores al 30%.

Aunque este año la compañía no va a resultar inmune al impacto de la parálisis económica de Reino Unido, pensamos que su fortaleza financiera, su excelente gestión de capital y las oportunidades de crecimiento que aflorarán en esta crisis, nos permiten tomar una posición en un momento de valoración históricamente deprimido (P/BV'22 de 0,8x).

RESTAURACIÓN

Compras del 2,3% del fondo

Entran The ONE Group Hospitality (2,0%) y Tang Palace China Holding (0,3%)

Como puede imaginar, el negocio de la restauración ha sido uno de los más perjudicados durante la actual crisis económica. Sin embargo, estos contextos de incertidumbre en los que se penaliza a todas las compañías por igual suelen arrojar interesantes oportunidades de inversión, siempre con una visión de mayor plazo. Pensamos que este es el caso de las entidades **The ONE Group Hospitality** y **Tang Palace China Holding**.

The ONE Group Hospitality ("ONE") controla, desarrolla, gestiona y franquicia restaurantes de alta gama en Estados Unidos. Adicionalmente, la compañía proporciona servicios de gestión de bebida y comida ("food & beverage") "llave en mano" a hoteles de lujo, casinos y otras ubicaciones de calidad superior. En concreto, **ONE** cuenta con tres líneas de negocio: restaurantes STK ("Steakhouse"), restaurantes Kona Grill y ONE Hospitality Services.

Derivado de una mala gestión del negocio, **ONE** mantuvo una pobre evolución bursátil desde su salida a bolsa, en el año 2013, hasta el ejercicio 2017, momento en el que cambia el Consejero Delegado de la compañía, entrando Emanuel "Manny" Hilario y desplazando hacia la presidencia a Jonathan Segal, co-fundador de ONE y propietario del c. 25% de las acciones. Manny Hilario aporta su dilatada experiencia en la gestión de empresas de restaurantes y, desde su llegada, ha tomado importantes medidas para la mejora de la gestión y de la rentabilidad del negocio:

cierre de restaurantes menos rentables, adquisición de Kona Grill a precios muy atractivos o potenciación del modelo de licencias (menos intensivo en capital). Todas estas medidas permitieron a la compañía recuperar la senda del crecimiento de ventas comparables (mismo establecimiento) y la generación positiva de caja, lo que se tradujo en una fuerte subida en bolsa (más de un 230% desde finales de 2017) hasta febrero de este año, en el que el impacto del coronavirus ha tenido las consecuencias que todos conocemos y ha situado las acciones de **ONE** en mínimos históricos.

A nuestro entender, pese a que los próximos meses arrojan una elevada incertidumbre, la compañía tiene capacidad financiera para aguantar en este entorno y ha sentado las bases de un crecimiento sólido de ingresos y de generación de caja para los próximos años. Esa visión de más largo plazo nos permite invertir en **ONE** a precios sumamente atractivos.

Tang Palace China Holdings ("Tang Palace") es una compañía dueña de restaurantes y de negocios de producción y servicio de comida en China. **Tang Palace** opera tanto con marcas propias, como de terceros, a través de *joint ventures*. Desde su salida a bolsa en 2011, la compañía ha pasado de operar 27 restaurantes a 73 (incluyendo de terceros), doblando sus ingresos, manteniendo sus niveles de rentabilidad y siempre con una gestión prudente del crecimiento.

Tang Palace es un negocio familiar del que los fundadores controlan el 66% del capital, lo que alinea los intereses del equipo directivo con el del resto de accionistas. La compañía cuenta con una sólida posición financiera. No obstante, su caja representa más del 50% de la capitalización bursátil de la compañía. Si bien este suele ser uno de los "peros" que se suele atribuir a este tipo de inversiones (¿por qué no reparten esa caja si no la están invirtiendo en el negocio?), en el caso de **Tang Palace** hablamos de una compañía que retribuye generosamente a sus accionistas (rentabilidad por dividendo superior al 10% en 2018 y 2019 y, adicionalmente, ha repartido toda la caja generada desde 2017). Si a esto unimos su atractiva valoración, tras corregir un 40% en lo que llevamos de 2020, se entiende que hayamos iniciado una posición en la compañía.

OTRAS

Compras del 3,9% del fondo

Entran Brookfield Property Partners (3,0%) y Groupe Guillin (0,9%)

La empresa canadiense **Brookfield Property Partners ("BPY")** es una de las mayores gestoras de activos inmobiliarios del mundo. La entidad es propietaria, opera y desarrolla una enorme cartera de, entre otros, oficinas, centros

comerciales, viviendas multifamiliares, inmuebles industriales, hostelería o residencias de estudiantes. La compañía ha sufrido una importante corrección bursátil este año (del c. 65%), causada, como no puede ser de otra manera, por el gran impacto de la pandemia del covid-19 en la ocupación y uso de sus activos. A esto hay que añadir el temor del mercado a la fuerte exposición que tiene **BPY** a centros comerciales, donde se han sucedido las quiebras y cierres los últimos años, por los cambios en el patrón de consumo de la población (comercio electrónico).

Pese a esto, pensamos que **BPY** arroja una interesante ventana de oportunidad para invertir en ella en estos momentos. ¿Los motivos? Por un lado, la cartera de centros comerciales de la compañía es de elevada calidad y se ha ido adquiriendo a precios muy atractivos (véase, por ejemplo, la adquisición de General Growth Properties). Por otro, **BPY** está controlada (51% del capital) por **Brookfield Asset Management** ("**BAM**"), una de las mayores gestoras del mundo de activos alternativos y, posiblemente, uno de los mejores equipos asignando el capital de sus empresas. En el caso de **BPY**, esto se traduce en adquisiciones generadoras de valor, elevados pagos de dividendo y recompras de acciones con elevado descuento sobre NAV (Valor Neto de los Activos). Como muestra de ello, el 2 de julio **BPY** anunció la oferta de recompra de acciones propias por el c. 8% del capital de la compañía.

En definitiva, invertir en **BPY** implica comprar una cartera de activos global y diversificada con un elevado descuento sobre su NAV (del 70% en los mínimos de cotización) e ir de la mano de excelentes gestores de capital, que tomarán las medidas necesarias para reducir este descuento y destapar el valor de esos activos.

En cuanto a **Groupe Guillin**, se trata, como muchos sabrán, de una compañía francesa de la que el equipo gestor de Horos ya fue accionista en el pasado. La empresa es la líder europea en fabricación de plásticos termo-conformados para la industria de la alimentación. Se trata de una compañía familiar (la familia Guillin controla el 65% del accionariado) con una estrategia de capital enfocada al crecimiento inorgánico, de manera ordenada y siempre con niveles de endeudamiento controlados, lo que se ha traducido en un incremento anualizado histórico de sus ventas del 7% (4% orgánico).

Groupe Guillin vende el 94% de sus productos en Europa y cuenta con 16 centros de producción que le permiten tener una importante cercanía con sus clientes (algo esencial para poder ofrecer un producto competitivo en precios). Desde 2017, la compañía ha sufrido una importante corrección bursátil (c. 75% de máximo a mínimo), causada por dos motivos. Primero, la incertidumbre asociada al *brexit* y el impacto que está teniendo en la economía del Reino Unido y en su moneda (19% de

la facturación del grupo). Segundo, posiblemente más penalizado por el mercado, la incertidumbre sobre la futura regulación del uso del plástico y su impacto en el negocio de **Groupe Guillin**.

Sobre el *brexit*, pensamos que el tiempo acabará neutralizando su efecto y su incertidumbre asociada. En cuanto al riesgo regulatorio, nunca ha sido fácil jugar a ser adivinos con las decisiones de los reguladores, dados los infinitos intereses que suelen acompañarlas. No obstante, la nueva normativa que va publicándose parece indicar que el impacto será inferior al estimado para el sector y, además, la compañía ha ido tomando medidas para adaptar su oferta de productos a los potenciales cambios futuros y, adicionalmente, ha introducido productos nuevos fabricados con pulpa o cartón.

Si bien los riesgos son reales y difíciles de cuantificar, la valoración actual arroja un margen de seguridad que debiera cubrirnos de escenarios muy negativos, lo que, unido a contar con un equipo directivo de primer nivel, nos ha impulsado a invertir, tras varios años fuera, en **Groupe Guillin**.

HOROS VALUE IBERIA

Reducciones/salidas:

OTRAS

Reducimos exposición del 17,6% al 12,9%

Posiciones: Meliá Hotels International (5,9%), Sonae (3,6%) y Ercros (3,4%)

En los tres casos se aprovechó el fuerte repunte que vivieron en el mes de abril para reducir algo la exposición a estas compañías. Sin embargo, debemos destacar que hemos reducido nuestra valoración en las tres compañías por un (leve) deterioro de la tesis de inversión, derivado de la situación del coronavirus y el impacto económico del mismo.

Dicho esto, los tres valores siguen arrojando un elevado potencial de revalorización y mantienen una situación financiera que les debiera proteger frente a este complicado entorno. De ahí, que se mantengan entre las posiciones más relevantes de nuestra cartera.

Incrementos/entradas:

MATERIAS PRIMAS

Compras del 2,6% del fondo
Entra Atalaya Mining (2,6%)

Nuestro fondo Horos Value Iberia puede invertir, según tenemos recogido en el folleto, hasta un 10% de su cartera en compañías cotizadas en bolsas extranjeras, siempre que su negocio se encuentre en España. Tal es el caso de **Atalaya Mining** ("**Atalaya**"), la compañía minera de cobre y propietaria del proyecto Riotinto en Huelva.

El proyecto Riotinto es una mina histórica (de hecho, sus depósitos se han explotado desde tiempos anteriores al Imperio Romano), que ha ido cambiando de dueños a lo largo del tiempo, hasta que fue puesta en cuidado y mantenimiento en el año 2001. **Atalaya** se hizo con este activo entre los años 2007 y 2008, reiniciando su explotación en el año 2016 y realizando sucesivas inversiones y ampliaciones en el mismo los siguientes años. A nivel de posicionamiento competitivo, hablamos de un proyecto situado dentro del 66% más eficiente de la curva de costes de producción del sector. Esto, unido a unas bajas necesidades de inversión futuras y a nuestras positivas expectativas sobre el precio del cobre, permitirán a Riotinto generar importantes cantidades de efectivo.

Por otro lado, en febrero de 2017 **Atalaya** ejercitó la opción para hacerse con el 80% del proyecto Touro, situado en Galicia e inoperativo desde los años 70. Aunque la compañía se ha mostrado siempre optimista con la puesta en marcha de Touro, a principios de este año la Junta de Galicia puso reparos por el potencial "daño medioambiental" de este. Por ello, preferimos ser conservadores y no tener en cuenta el proyecto en nuestra valoración.

Por último, **Atalaya** cuenta con un equipo directivo de primer nivel, un accionariado alineado con el resto de los accionistas, una muy sólida posición financiera y unas buenas perspectivas para el proyecto Riotinto no recogidas por el mercado. De ahí, que hayamos decidido construir una posición en la compañía.

Actualidad

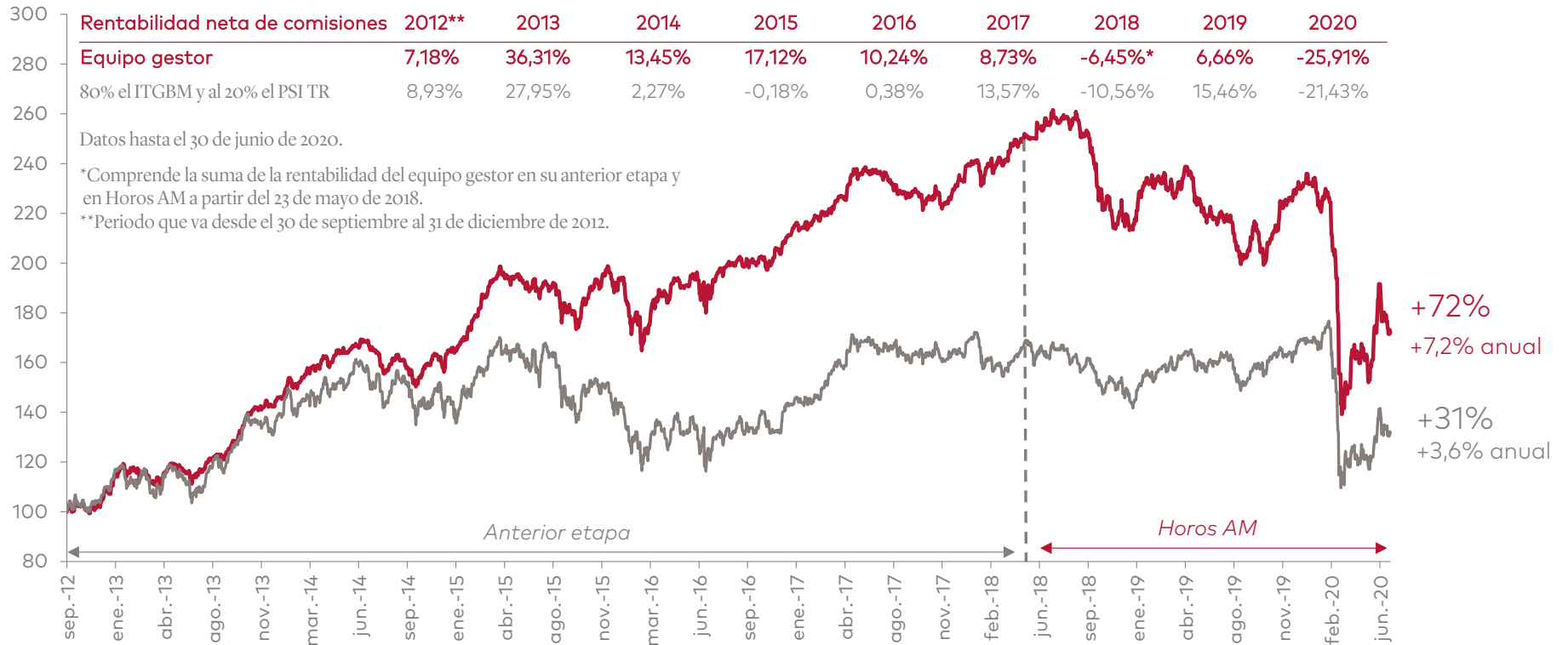
En cuanto a la actualidad más relevante de Horos, este trimestre me gustaría destacar dos vídeos de las ideas de inversión que presentamos en dos eventos de referencia de la inversión *value* en España. En el primero de ellos, organizado por nuestros amigos de Value Investing FM a finales de febrero, Miguel presentó nuestra tesis sobre la compañía de acero inoxidable Aperam (ver [aquí](#)). Mientras que, por mi parte, tuve el placer de presentar nuestra tesis de inversión de Catalana Occidente en el evento Iberian Value, organizado por Finect y El Confidencial (ver [aquí](#)), así como el honor de que nuestra idea fuera la tercera mejor valorada por el público.

Por último, me gustaría también compartir este vídeo grabado por Alejandro para el medio financiero FundsPeople, en el que explica cómo hemos adaptado nuestra forma de trabajar en Horos en estos complicados meses (ver [aquí](#)).

Anexo

Rentabilidades

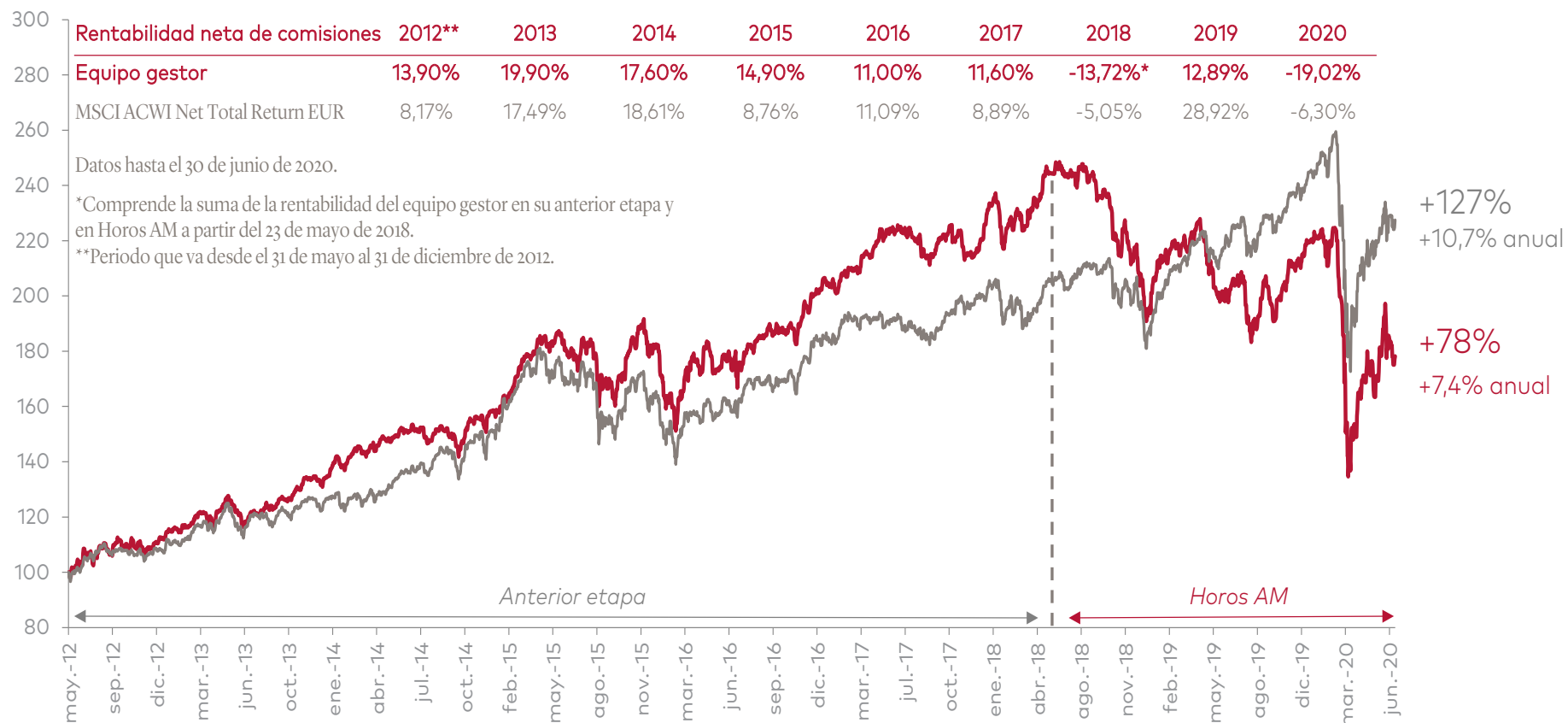
Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia ibérica



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

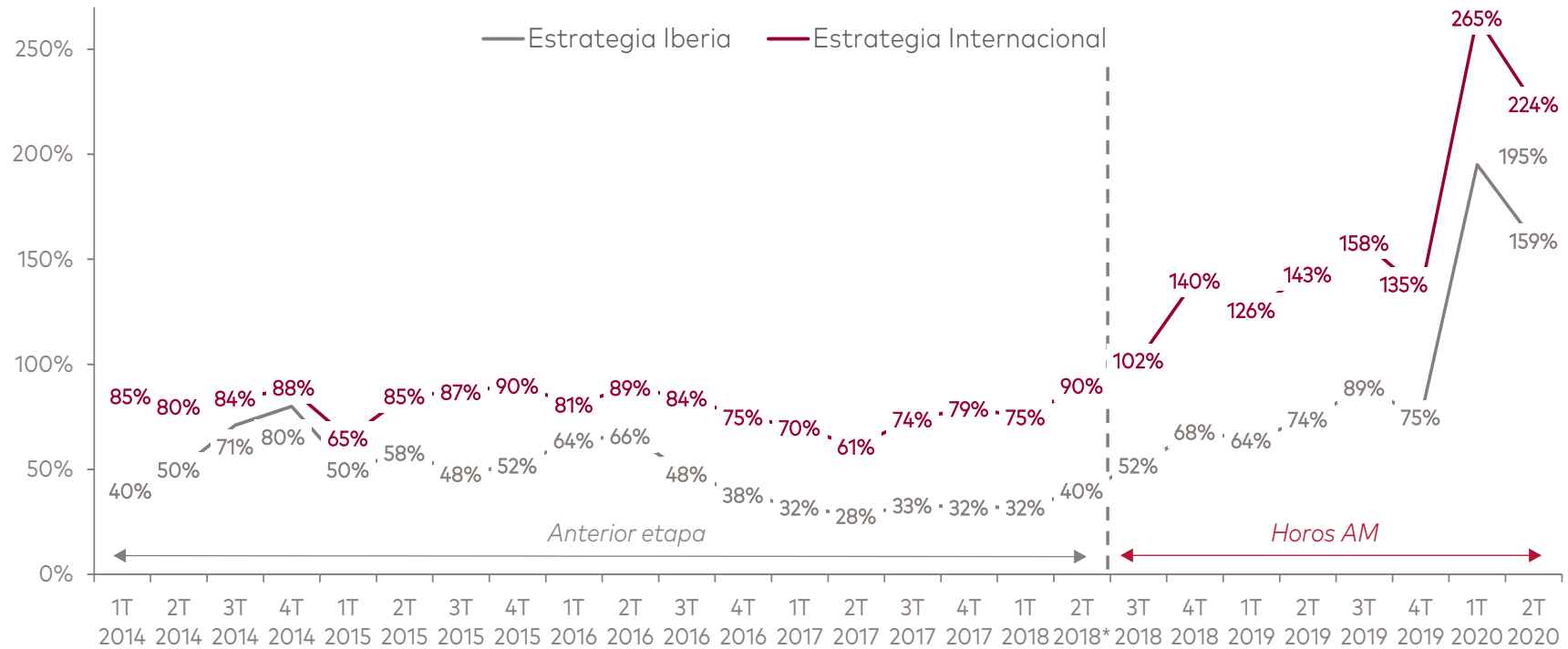
Potenciales

Potencial histórico del equipo gestor

Datos desde 31 de marzo de 2014 hasta el 30 de junio 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.