

HOROS

ASSET  
MANAGE-  
MENT

CARTA TRIMESTRAL  
A LOS PARTÍCIPES

JULIO 2021

## JULIO 2021

Estimado co-inversor,

Terminamos el segundo trimestre del año continuando con la misma senda alcista iniciada en noviembre de 2020, con el anuncio del lanzamiento de las vacunas contra el coronavirus. En este "nuevo" entorno, la filosofía *value* ha seguido su buena marcha, demostrando que la paciencia, así como las pérdidas de corto plazo, suelen ser ingredientes indispensables para poder obtener los frutos del largo plazo. Nuestros fondos, desde luego, siguen dando fe de ello. Por un lado, Horos Value Internacional se anotó un 6,3% en el trimestre, frente al 6,4% de su índice de referencia. Por su parte, Horos Value Iberia arrojó una rentabilidad del 4,8%, por encima del 4,2% de su índice comparable. Desde el inicio de Horos (21 de mayo de 2018), Horos Value Internacional consigue una rentabilidad del 13,1%, mientras que Horos Value Iberia obtiene una rentabilidad del 3,2%. Desde 2012, las rentabilidades obtenidas serían del 177% para la cartera internacional y del 160% para la cartera ibérica, en comparación con un 200% y un 66% para sus índices de referencia.<sup>1</sup>

Como acabamos de destacar, la filosofía *value* suele arrojar periodos, de mayor o menor duración, en los que parece que deja de funcionar. No tenemos que ir muy lejos para encontrarnos uno de esos momentos. Sin embargo, este peor comportamiento es necesario para que podamos obtener rentabilidades atractivas a años vista. Aunque suene paradójico o incongruente, en muchas ocasiones será necesario perder para poder (aspirar a) ganar más, aprovechándonos de lo que se conoce como arbitraje intertemporal. Dada la relevancia de esta idea, dedicaremos la carta de este trimestre a explicar en qué consiste y cómo podemos hacer para aprovecharnos al máximo de ello.

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

*La inversión es un mundo donde puedes parecer tonto mucho tiempo antes de que se demuestre que tenías razón.*

— Bill Ackman

Uno de los principales problemas de la inversión *value* es su inconsistencia temporal a la hora de arrojar un exceso de rentabilidad a los que profesamos esta filosofía de inversión. Sin embargo, como argumentamos en esta carta trimestral, esa característica se torna esencial para poder aspirar a conseguir rentabilidades sostenibles y satisfactorias en el largo plazo. ¿Por qué? Precisamente porque los periodos de peor comportamiento suelen coincidir con los mejores momentos de siembra, que acabarán dando sus frutos si el trabajo es el correcto. Por este motivo, debemos contar con un proceso objetivo que nos ayude a navegar y aprovechar esas situaciones, así como a intentar maximizar los potenciales de nuestras carteras y a invertir con fuerza cuando el binomio rentabilidad-riesgo sea el más atractivo que podamos encontrar. Dedicaremos la primera parte de la carta a explicar estas ideas.

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 **Brookfield Property Partners**, tras la mejora de OPA recibida de Brookfield Asset Management. Por el contrario, hemos iniciado cinco nuevas posiciones en el trimestre. En concreto, hemos invertido en la compañía hongkonesa de servicios financieros **Sun Hung Kai & Co**, en la empresa china de restauración **Ajisen China Holdings**, en la compañía financiera americana **MBIA**, en el holding empresarial italiano **CIR** y en la minera de cobre **Atalaya Mining**. Por su parte, en Horos Value Iberia hemos incorporado la compañía papelera portuguesa **The Navigator Company**, así como al **Grupo Prim**, empresa de suministros médicos y ortopedia.

## La cruda realidad

*Odio la realidad, pero es el único sitio donde se puede comer un buen filete.*

— Woody Allen

En la pasada carta trimestral (ver [aquí](#)) tratamos de explicar las dificultades a las que suele enfrentarse el inversor *value* en su periplo profesional. En concreto, destacamos el papel que juegan las emociones y el entorno en las potenciales rentabilidades que podemos obtener invirtiendo. Esto ha sido especialmente cierto los últimos años en los que, como también comentamos, esta filosofía de inversión ha vivido, se mire como se mire, el peor periodo de su historia en términos de comportamiento. Sin ir más lejos, en un reciente estudio de la casa Vanguard, los autores llegaron a la conclusión de que la práctica totalidad de los fondos que batían al mercado en el largo plazo presentaban **periodos de uno, tres y cinco años en los que se comportaban peor que sus índices y fondos comparables**. De hecho, lo que es aún más doloroso, cerca del 80% de estos fondos se situaba en esos periodos entre el 25% peor de su categoría.<sup>2</sup> Desde luego, esta inconsistencia de comportamiento pone a prueba al más paciente de los mortales.

Sin embargo, por paradójico que pueda resultar, esta cruda realidad es **condición necesaria** para que la filosofía de gestión activa (la inversión *value* en nuestro caso) arroje, siempre que el trabajo sea correcto, resultados satisfactorios. Cuando recapacito sobre esto, no puedo evitar recordar el capítulo del maravilloso libro "Hedge Fund Market Wizards" dedicado al legendario gestor *value* Joel Greenblatt, en el que comentaba lo siguiente sobre la falta de consistencia de su "fórmula mágica":<sup>3</sup>

*Si hubiese escrito un libro con una estrategia que funcionara cada mes o, incluso, cada año, todo el mundo comenzaría a implementarla y dejaría de funcionar. **La inversión value no funciona siempre**. El mercado no siempre está de acuerdo contigo. Con el tiempo, el mercado iguala el precio de las acciones con su valor, pero en el corto plazo, en ocasiones hasta dos o tres años, hay periodos en los que no funciona. Y eso es algo muy bueno.*<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Chris Tidmore y Andrew Hon: "Patience with Active Performance Cyclicity: It's Harder Than You Think", *The Journal of Investing*, June 2021, 30 (4) 6-22.

<sup>3</sup> La "fórmula mágica" es el nombre que dio Greenblatt a un sistema de inversión basado en un filtro sencillo de valoración (EV/EBIT) y rentabilidad (ROCE) para la selección de compañías. La metodología la explicó en su libro *El Pequeño Libro que Aún Vence al Mercado* (Ediciones Deusto, 2016).

<sup>4</sup> Traducción libre de *If I wrote a book about a strategy that worked every month, or even every year, everyone would start using it, and it would stop working. Value investing doesn't always work. The market doesn't always agree with you. Over time, value is roughly the way the market prices stocks, but over the short term, which*

Al final, como nos gusta repetir siempre, **nadie tiene una bola de cristal que le permita conseguir un exceso de rentabilidad continuo en el tiempo**. Si existiera tal artilugio, créanme, no estaría ahora mismo escribiendo estas líneas. Empero, sí podemos buscar estrategias de inversión que nos permitan, como también nos gusta recalcar hasta la saciedad, obtener rentabilidades satisfactorias y sostenibles en el largo plazo. En el caso particular del *value investing*, esta filosofía se apoya en un pilar que pocos están dispuestos a aprovechar: la paciencia o, dicho de manera más técnica, el **arbitraje intertemporal**.

*El atributo más importante para tener éxito en la práctica del value investing es tener **paciencia, paciencia y más paciencia**. La mayoría de los inversores no poseen esta característica.<sup>5</sup>*

## El Tao de la inversión *value*

*Arbitramos horizontes temporales. Nuestro horizonte temporal es de largo plazo, mientras que el de otros inversores es de corto plazo. Cuando el resto entre en pánico, nosotros no debemos hacerlo.*

— Chuck Royce

Sin duda, uno de los gestores que más ha llevado al extremo esta práctica de arbitrar horizontes intertemporales a la hora de invertir es **Mark Spitznagel**. Para los (muchos) que no le conozcan, Spitznagel fue compañero de **Nassim Taleb** en Empirica Capital, un *hedge fund* fundado en 1999 con el objetivo de beneficiarse de eventos de cola incorrectamente valorados por el mercado. Efectivamente, estamos hablando de los *cisnes negros* que luego explicaría y expandiría Taleb en sus populares libros. Dos años después del cierre de Empirica en 2005, en parte porque Taleb quería dedicarse a su labor de "erudito y escritor", Spitznagel fundaría Universa Investments siguiendo esta misma estrategia de inversión. *Grosso modo*, el *hedge fund* adquiere coberturas (mediante opciones *put*) que le benefician, enormemente, si el mercado sufre caídas severas. ¿El peaje? Las correcciones de ese calibre, aunque siempre llegan, se producen con poca frecuencia, por lo que el fondo se anota pérdidas continuas por el precio de la

---

*sometimes can be as long as two or three years, there are periods when it doesn't work. And that is a very good thing* Schwager, Jack D. (2012): *Hedge Fund Market Wizards. How Winning Traders Win*. John Wiley & Sons. Negrita añadida al texto para dar mayor énfasis.

<sup>5</sup> Traducción libre de *The most important attribute for success in value investing is patience, patience, and more patience. The majority of investors do not possess this characteristic*. Extraído de Risso-Gill, Christopher (2011): *There's Always Something to Do. The Peter Cundill Investment Approach*. McGill-Queen's University Press. Negrita añadida al texto para dar mayor énfasis.

cobertura, hasta que se materializa el día "D" que Spitznagel espera con gran paciencia escuchando música clásica (para los más curiosos, se rumorea que el fondo de Spitznagel consiguió rentabilidades superiores al 1.000% durante las fuertes caídas sufridas por la bolsa en febrero de 2020).<sup>6 7</sup>

*La clave es encontrar posiciones donde puedes **perder 1 pero ganar 100**. No nos importa el timing, tenemos **paciencia**. Lo que no queremos es perdernos esas oportunidades excepcionales.*<sup>8</sup>

Esta aproximación a la inversión está explicada, al menos filosóficamente, en su recomendable libro "The Dao of Capital", una obra en la que el inversor americano nos habla de lo que él denomina *inversión austríaca* y por qué en ella se englobaría la escuela de inversión *value*.<sup>9</sup> Sin entrar en analizar este aspecto, me gustaría destacar dos ideas esenciales del libro que nos ayudarán a entender por qué el arbitraje intertemporal resulta tan atractivo a la hora de invertir.

La primera de ellas sería el concepto *roundabout* o **camino indirecto**. Según esta idea, es mucho más rentable seguir una estrategia de inversión que nos ocasione pérdidas en el corto plazo, a cambio de maximizar nuestra rentabilidad potencial de largo plazo.

*En vez de buscar el camino directo hacia la ganancia inmediata, buscaremos el **camino difícil e indirecto de pérdida inmediata**, como paso intermedio que nos dará una ventaja para conseguir una mayor ganancia potencial.*<sup>10</sup>

Ya hemos perdido la cuenta de las veces en las que, al poco tiempo de iniciar una nueva posición para nuestros fondos, la cotización de una compañía comienza a corregir, arrojándonos pérdidas durante varios meses o, en el peor de los escenarios, incluso años. Sin embargo, no es algo que nos preocupe, siempre que la corrección se esté produciendo por los motivos equivocados (por ejemplo, sentimiento de mercado) y no por un deterioro en nuestra tesis de inversión. Esta pérdida inicial, que no siempre se produce, es inevitable y escapa a nuestro control. Tratar de minimizarla mediante estrategias que busquen optimizar el momento de entrada en una acción, en nuestra humilde opinión, solo suele funcionar sobre el

<sup>6</sup> Comstock, Courtney (Junio 2011): "Meet Mark Spitznagel: The Hedge Fund Manager Betting \$6 Billion On A Doomsday Scenario". Business Insider Australia.

<sup>7</sup> Sánchez de la Cruz, Diego (Marzo 2020): "El discípulo de Taleb que ha ganado un 1000% con el "cisne negro" del coronavirus". Libre Mercado. Negrita añadida al texto para dar mayor énfasis.

<sup>8</sup> *Idem*.

<sup>9</sup> Spitznagel, Mark (2013): *The Dao of Capital. Austrian Investing in a Distorted World*. John Wiley & Sons.

<sup>10</sup> Traducción libre de *Rather than pursue the direct route of immediate gain, we will seek the difficult and roundabout route of immediate loss, an intermediate step which begets an advantage for greater potential gain*. Extraído de Spitznagel, Mark (2013): *Idem*. Negrita añadida al texto para dar mayor énfasis.

papel o a toro pasado, y son más bien una receta para el fracaso en nuestro objetivo de conseguir rentabilidades satisfactorias y sostenibles en el largo plazo.

No obstante, pese a que la evidencia está de nuestra parte, pocos inversores están dispuestos a hacer este (doloroso) ejercicio de paciencia o de arbitraje intertemporal. ¿El motivo? Nuestra naturaleza humana nos lleva a adolecer de lo que se conoce como **inconsistencia temporal** a la hora de tomar decisiones. Básicamente, aunque todos sabemos que un poco de esfuerzo hoy puede arrojar grandes beneficios con el paso del tiempo, nuestro yo futuro (imaginado) siempre cumple mejor el patrón de comportamiento más deseable. ¿Quién no ha entrado nunca en ese bucle infinito de "mañana empiezo a correr"? Obviamente, lo mismo nos sucede a la hora de tomar decisiones de inversión y de adoptar esa visión de largo plazo. Como me gusta recordarme de vez en cuando: **todos somos inversores *value*, hasta que empiezan las caídas**. Por eso es tan relevante contar con un proceso objetivo y sólido que nos aleje de la gratificación temporal que podríamos obtener al vender aquellas inversiones que han empezado con mal pie y que, adicionalmente, nos ayude a mantenernos fieles a una estrategia de inversión que nos permita aprovecharnos de esas oportunidades de arbitraje intertemporal que el mercado nos brinda constantemente.

Pero ¿cómo podemos medir esas oportunidades de arbitraje intertemporal? En efecto, como muchos habrán adivinado ya, a través del potencial que arrojan los valores que tenemos en nuestras carteras. **A mayor potencial de revalorización, mayor oportunidad de arbitraje** y, por tanto, mayor recompensa por ser pacientes con nuestras inversiones.

## ¿Y si el largo plazo nunca llega?

*Los dos guerreros más poderosos son la paciencia y el tiempo.*

— Lev Tolstói

Decía John Maynard Keynes, el célebre (y tristemente) economista de cabecera de muchos políticos, que, *a largo plazo, todos muertos*. Desde luego, una pregunta muy legítima que un inversor puede hacerse es qué sucede si el ansiado largo plazo nunca llega y la supuesta oportunidad de arbitraje intertemporal no se termina de materializar. Sin embargo, creemos que la evidencia está de nuestro lado y, por un motivo o por otro, **si la tesis de inversión es correcta, el potencial teórico de revalorización acaba transformándose en rentabilidad**.

*Ese es uno de los misterios de nuestro negocio, y es igual de misterioso para mí que para el resto del mundo. Pero sabemos por la experiencia que, eventualmente, el mercado alcanza su valor.<sup>11</sup>*

No tenemos que irnos muy lejos para comprobar que esto es así. Como bien sabe, desde que iniciamos nuestra andadura en Horos en mayo de 2018, hasta el anuncio de las vacunas contra el coronavirus en noviembre del pasado año, nuestros fondos presentaron un comportamiento negativo en términos absolutos y relativos frente a sus índices de referencia. Sin embargo, ese peaje de corto plazo (el *roundabout* o camino indirecto) fue un mal necesario para conseguir aprovecharnos de una oportunidad de arbitraje intertemporal nunca vista. Así, los potenciales de nuestras carteras fueron ascendiendo trimestre tras trimestre, hasta alcanzar a cierre de marzo de 2020 el 265% en Horos Value Internacional y el 195% en Horos Value Iberia, siendo estos valores máximos históricos para ambos productos. ¿Qué sucedió desde entonces? Pues que la oportunidad comenzó a materializarse, con ascensos del 105% para Horos Value Internacional y del 85% para Horos Value Iberia desde los mínimos de marzo del pasado año hasta hoy. Por tanto, la siembra, por dura que fuera (no olvidemos que estamos hablando del peor periodo registrado para la filosofía *value*), acabó dando sus frutos. La paciencia termina SIEMPRE pagando.

Ahora bien, cabría preguntarse si esta excelente evolución reciente de nuestros fondos ha dejado sin oportunidad de arbitraje intertemporal a nuestros partícipes, entre los que nos encontramos nosotros. La respuesta es un NO rotundo. Nuestros fondos ostentan a cierre de junio potenciales del 125% (Horos Value Internacional) y del 90% (Horos Value Iberia). Unos niveles que, si bien están alejados de las cifras astronómicas de inicios del pasado año, siguen situándose en niveles históricamente altos.<sup>12</sup> De nuevo, no tenemos una bola de cristal para saber si estos potenciales se van a cristalizar antes o después, pero sí tenemos claro que la oportunidad sigue siendo muy clara para aquellos que quieran invertir, además de sus ahorros, su paciencia y su tiempo con nosotros.

Para terminar con esta primera parte de la carta, antes de profundizar sobre los movimientos de nuestras carteras, me gustaría hablar un poco sobre otro factor, muy relevante, que puede marcar una gran diferencia en las rentabilidades que podemos obtener como inversores: la **asignación de pesos** en nuestras carteras.

---

<sup>11</sup> Traducción libre de la declaración de Benjamin Graham, precursor de la inversión *value*, ante el Senador William Fulbright: *That is one of the mysteries of our business, and it is a mystery to me as well as to everybody else. But we know from experience that eventually the market catches up with value.* Extraído de "Price and Value Arbitrage" (Gurufocus, junio 2007).

<sup>12</sup> Recomiendo al lector que acuda a los anexos de esta carta, donde se puede ver la evolución histórica de los potenciales y se explica la metodología seguida para la obtención de estos.



## Maximizando los potenciales o el arbitraje intertemporal

*Lo importante no es si tienes razón o no, sino cuánto dinero ganas cuando tienes razón y cuánto pierdes cuando estás equivocado.*

— George Soros

Para entender la relevancia de la asignación de pesos a las inversiones de nuestros fondos, me gustaría apoyarme en una anécdota que suele contar **Stanley Druckenmiller**, posiblemente uno de los mejores inversores de la historia.<sup>13</sup> En concreto, Druckenmiller comenta que uno de los momentos más importantes de su carrera profesional fue trabajar para **George Soros** (sí, también uno de los más grandes de siempre). Cuando se incorporó a la gestora de Soros, lo hacía con la esperanza de aprender todo lo posible sobre la inversión *macro*, es decir, qué variables mueven una u otra divisa, qué afecta al precio de las materias primas, etcétera. Para su sorpresa, no tardó en descubrir que sus conocimientos sobre este tipo de estrategias eran muy similares a los de Soros, si no superiores. ¿Qué tenía, entonces, Soros de especial para conseguir sus extraordinarias rentabilidades? **Apostar con fuerza cuando la situación era muy favorable.**

Sirva de ejemplo que, una vez Soros se retiró para dedicarse a labores filantrópicas, Druckenmiller se encargó de gestionar el famoso fondo Quantum de este, así como la cartera de su propio fondo Duquesne, mientras que Soros gestionaba una cartera personal sin dedicar demasiado tiempo a ello (de hecho, el 90 por ciento de las ideas en las que invertía eran de Druckenmiller). Pues bien, Soros batía siempre la rentabilidad de Druckenmiller, sencillamente porque apostaba con más fuerza en las ideas que el propio Druckenmiller le estaba proponiendo.

*[Soros] continuó batiendo a Duquesne y Quantum mientras yo los gestionaba. Tomaba mis ideas y, simplemente, tenía más agallas que yo. Estaba apostando más dinero con mis ideas de lo que yo hacía.<sup>14</sup>*

No obstante, la operación que elevaría a estos dos inversores a los altares (o al infierno, según a quién se le pregunte) de la inversión sería la apuesta bajista que realizaron en 1992 contra la libra esterlina. Empero, no vamos a centrarnos en el

<sup>13</sup> Sirva de dato que Druckenmiller consiguió al mando de Duquesne una rentabilidad anualizada de más del 30%, entre 1981 y 2010, sin arrojar pérdidas ningún año.

<sup>14</sup> Traducción libre de (...) *he continued to beat Duquesne and Quantum while I was managing the money. And again, it's because he was taking my ideas and he just had more guts. He was betting more money with my ideas than I was.* Extraído de un discurso dado por Druckenmiller en 2015 para el Lost Tree Club.

racional de la inversión, sino en la conversación que mantuvieron Druckenmiller y Soros antes de decidirse a realizar esta famosa apuesta:

*Druckenmiller: "George, voy a vender esta noche libras esterlinas por valor de 5.500 millones de dólares y a comprar marcos alemanes. (...) esto significa que tendremos invertido el 100% del fondo en esta posición".<sup>15</sup>*

*Soros: "Esa es la forma más absurda de gestionar dinero que he escuchado nunca. Lo que acabas de contarme es una apuesta sin riesgo increíble. Deberíamos tener el 200% de nuestro patrimonio en esta inversión, no el 100%. ¿Sabes con qué frecuencia aparece algo así? Posiblemente una cada veinte años. ¿Qué pasa contigo?".<sup>16</sup>*

Por tanto, cuando veamos una oportunidad clara de inversión, en la que la certeza del potencial sea máxima, debemos invertir con fuerza. Con todo, no podemos olvidar la otra cara de la moneda: ¿qué riesgo estamos asumiendo al invertir en una acción? Nuestro criterio para elegir los pesos de nuestras inversiones debe ser **concentrar la cartera de los fondos en aquellas ideas que ofrezcan el mejor binomio rentabilidad-riesgo** y no el mayor potencial de revalorización *si la tesis se cumple*. Por este motivo, decidimos el pasado año, en el peor momento bursátil, situar a **Catalana Occidente** como principal apuesta de nuestros dos fondos de inversión. Siendo conservadores, pensábamos que la compañía merecía cotizar a un precio tres veces superior al que se encontraba en esos momentos y, esto es lo más importante, con un riesgo de pérdida insignificante. Sencillamente, no encontrábamos una oportunidad en el mercado más favorable (probablemente, sea una de las inversiones más evidentes que me haya encontrado en mi carrera profesional).

Ahora bien, ¿nos ayudará esta forma de invertir a obtener la máxima rentabilidad posible en cada situación? No, eso es imposible. Simplemente, nos permitirá cumplir nuestro objetivo de rentabilidades (sí, lo han adivinado) sostenibles y satisfactorias en el largo plazo. Un ejemplo claro de esto lo encontramos en nuestra tesis del uranio, ya comentada en reiteradas ocasiones. Como sabe, llevamos años invertidos en dos vehículos de inversión (**Yellow Cake** y **Uranium Participation**) que compran uranio para su almacenamiento, dándonos así exposición a la evolución del precio del uranio. Pues bien, desde que invertimos en este sector, el precio del

---

<sup>15</sup> Traducción libre de (...) "George, I'm going to sell \$5.5 billion worth of British pounds tonight and buy deutsche marks. (...) that means we'll have 100 percent of the fund in this one trade". *Idem*.

<sup>16</sup> Traducción libre de (...) "That is the most ridiculous use of money management I ever heard. What you described is an incredible one-way bet. We should have 200 percent of our net worth in this trade, not 100 percent. Do you know how often something like this comes around? Like one on 20 years. What is wrong with you?". *Idem*.

uranio se ha apreciado un c. 38%, con un comportamiento muy similar de nuestros vehículos (obviando rebalances de posición que han aportado mayor rentabilidad). Sin embargo, las compañías mineras de uranio, especialmente las más alejadas del momento presente de producción (minas en desarrollo y depósitos sin transformar), se han anotado subidas verticales los últimos meses, haciendo que su rentabilidad alcance el 80% en el caso de **Cameco**, el 100% en el caso de **NexGen Energy** y cerca del 200% en **Paladin Energy**, por citar algunos casos, en el mismo periodo. ¿Significa esto que hemos errado en nuestra forma de aproximarnos a esta temática inversora? A nuestro entender, nada más lejos de la realidad.

De nuevo, nuestro objetivo es maximizar el binomio rentabilidad-riesgo de nuestras carteras. En el caso del uranio, la forma de exponernos a este elemento químico que mejor cumplía este requisito era a través de los vehículos **Yellow Cake** y **Uranium Participation**. ¿El motivo? El riesgo de pérdida si la tesis no se cumplía (o tardaba en cumplirse) era muy limitado, a la par que el potencial de revalorización era (y sigue siendo) muy elevado. Sin embargo, invertir en mineras o, peor aún, en minas en desarrollo o depósitos sin transformar, se asemejaba más a una opción binaria. En el caso de tener razón con nuestra tesis sobre el uranio, estas compañías podrían arrojar revalorizaciones superiores o muy superiores a las de los vehículos de inversión, pero, a su vez, si la tesis se demoraba en el tiempo, se verían abocadas, en su mayoría, a acudir al mercado de capitales para mantener su negocio a flote, ocasionando grandes pérdidas o una reducción muy significativa en la rentabilidad potencial de sus accionistas.

A posteriori, todos sabemos elegir los caballos ganadores. Sin embargo, la realidad no funciona así. La única manera de cumplir con nuestro cometido como inversores, durante muchos años, es invertir en aquellas situaciones de mayor rentabilidad en relación con su riesgo. Es lo que siempre han hecho los grandes inversores de hoy y de siempre y, desde luego, es lo que intentaremos hacer en Horos.

*Regla número 1: nunca pierdas dinero. Regla número 2: nunca olvides la regla número 1.<sup>17</sup>*

---

<sup>17</sup> Traducción libre de la famosa frase de Warren Buffett: *Rule number one: never lose money. Rule number two: never forget rule number one.*

## Movimientos más destacados

*Cuando nadie quiere algo, eso crea una oportunidad.*

— Carl Icahn

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

### HOROS VALUE INTERNACIONAL

#### Reducciones/salidas:

##### FINANCIERAS

Incrementamos exposición del 20,9% al 26,3%

Posiciones comentadas: Semapa (4,6%), AerCap (3,9%) y Catalana Occidente (3,1%)

En realidad, tenemos poco que comentar sobre estas bajadas de peso. En los tres casos hemos reducido nuestra posición para utilizar el efectivo obtenido en invertir en nuevas ideas de inversión, que arrojan un binomio rentabilidad-riesgo más favorable y que comentaremos en un momento.

En el caso del holding portugués **Semapa**, sí es importante destacar que, como sospechamos y comentamos en nuestra pasada carta trimestral, los accionistas minoritarios, entre los que nos encontramos nosotros, han rechazado también la mejora en el precio de la OPA lanzada por la familia Queiroz Pereira. ¿Qué podemos esperar a partir de aquí? El tiempo dirá. Lo que tenemos claro es que el valor de este holding es muy superior a lo que hoy capitaliza en bolsa, por lo que lo mantenemos entre las principales posiciones de nuestros dos fondos de inversión.

##### OTROS

Ventas por el 2,7% del fondo

Posiciones comentadas: Brookfield Property Partners (vendida)

Al igual que sucede con **Semapa**, **Brookfield Property Partners** ("BPY") se encontraba inmersa en un proceso de OPA lanzada por su accionista de control, **Brookfield Asset Management**. Así mismo, **BPY** vio mejorado, también, el precio ofertado por la compañía. Sin embargo, en este caso, al estar el precio de la OPA en unos niveles más razonables (hablamos de un descuento sobre NAV similar al

que históricamente había cotizado **BPY**) y al encontrar nuevas ideas de inversión con mayor atractivo, decidimos vender la totalidad de nuestra posición en el trimestre.

### Incrementos/entradas:

#### FINANCIERO

Incrementamos exposición del 20,9% al 26,3%

Posiciones comentadas: Sun Hung Kai & Co (3,0%), CIR (2,6%) y MBIA (2,3%)

**Sun Hun Kai & Co** ("SHK&Co") es un grupo financiero hongkonés controlado por la familia Lee (c. 73%) a través de la empresa **Allied Group**. **SHK&Co** se establece en 1969 y cotiza en la Bolsa de Hong Kong desde 1983. Bajo el liderazgo de la familia Lee, el grupo ha ido transformándose hasta convertirse en una de las instituciones financieras no bancarias líderes en Hong Kong y con importante relevancia en China, tras la adquisición de United Asia Finance (participación del c. 63%) en 2006 a la propia **Allied Group** y la venta del negocio de bróker Everbright Securities entre 2015 y 2020.

En concreto, **SHK&Co** cuenta con tres divisiones bien diferenciadas. La primera de ellas es la división de financiación, que a su vez engloba financiación al consumo, hipotecas y financiación especializada. En financiación al consumo la compañía es líder en Hong Kong, donde el negocio está ya maduro y mantiene retornos sobre los préstamos (c. 30%) y tasas de morosidad (menos del 5%) estables a lo largo del tiempo. A su vez, esta pata tiene presencia también en China, donde los últimos años ha vivido una importante reestructuración en su modelo de negocio. Por un lado, el sector vive una época de "vacas flacas" desde 2015, como consecuencia de unos años de excesivo crecimiento crediticio sin grandes controles de riesgo. Por el otro, desde hace unos años la población china ha ido emigrando hacia una mayor contratación online, con lo que **SHK&Co** ha ido cerrando sucursales a gran ritmo (un 83% del total desde 2015) para adaptarse a este nuevo entorno. A todo ello se añade, obviamente, el negativo impacto de la pandemia en la economía y la decisión, consecuente, de **SHK&Co** de ajustar los riesgos asumidos y el crecimiento de préstamos otorgados. Con todo, esperamos una progresiva vuelta a la normalización en esta subdivisión, así como en hipotecas y financiación especializada.

Por otro lado, **SHK&Co** tiene una segunda división dedicada a la gestión de sus inversiones financieras. Esta área, constituida en 2015 tras la venta de Everbright Securities y la posterior reestructuración interna del grupo, tiene unos activos bajo

gestión con un valor cercano a los 15.000 millones de dólares hongkoneses. Estos activos se concentran en tres temáticas diferenciadas (inversiones alternativas, renta variable e inmuebles) y han arrojado rentabilidades promedio cercanas al 12% anual. La compañía está dedicando cada vez más recursos a esta división, con lo que esperamos que siga creciendo a futuro.

Por último, **SHK&Co** acaba de iniciar una tercera división, dedicada a la gestión de fondos y que apostará por plataformas de terceros independientes con un potencial importante de crecimiento.

Pero ¿por qué hemos invertido en **SHK&Co**? Primero, porque pensamos que estamos invirtiendo en el negocio de financiación en un momento bajo del ciclo. Segundo, porque vamos de la mano de un equipo directivo totalmente alineado con los intereses del resto de accionistas y con un buen histórico de gestión de capital, donde, al contrario que otras compañías asiáticas, se retribuye al accionista con el exceso de caja generado por el negocio, tanto pagando dividendos como recomprando acciones propias. Tercero, porque estamos comprando **SHK&Co** a una valoración muy atractiva, en la que solo el valor de las inversiones de la compañía es ostensiblemente superior al valor bursátil de esta.

La segunda incorporación a la cartera que vamos a comentar es el holding empresarial italiano **CIR**, una compañía de la que ya fuimos accionistas en nuestra anterior etapa profesional y que ha vivido grandes cambios que la convierten en una inversión muy atractiva. **CIR** fue fundada en 1976 por Carlo de Benedetti y su actividad actual se desarrolla en tres sectores diferenciados.

Por un lado, el sector de la salud a través de KOS, compañía fundada por **CIR** en 2002 y de la que controla el 59,5%. En concreto, KOS opera tres divisiones. La primera y más importante sería la de "cuidado a largo plazo" que engloba, por un lado, la propiedad y gestión de residencias para la tercera edad, donde KOS es líder en Italia (Anni Azurri) y cuenta con una importante presencia en Alemania (tras la adquisición de Charleston en 2019). Obviamente, esta división ha sufrido (tristemente) de manera muy directa el impacto de la pandemia del coronavirus. Por otro lado, esta primera división cuenta también con instalaciones de rehabilitación psiquiátrica y funcional, grupos de curación psiquiátrica y hospitales de día (filiales SantoStefano y Neomesia). La segunda división de KOS sería la de tratamientos oncológicos y servicios de diagnóstico bajo la marca Medipass. KOS cuenta con 17 centros en Italia, 3 en Reino Unido y 15 en Italia. Por último, la compañía ofrece servicios de cuidados intensivos en el Hospital de Suzzara.

Así mismo, **CIR** está presente en el sector de la publicidad a través de **GEDI**, de la que **CIR** es dueña del 5%, tras la venta del c. 44% a otro holding cotizado italiano, **Exor**, en diciembre de 2019, por más de 100 millones de euros. **GEDI** es el grupo editorial italiano dueño de los periódicos *l'Espresso*, *la Repubblica* o *la Stampa*, entre otros. Se trata de un negocio al que las dinámicas de los últimos tiempos han restado mucho atractivo, de ahí la estrategia de salida de **CIR**.

Por último, **CIR** tiene presencia en el sector de la automoción, en concreto a través de su participación del 56,8% en la compañía fabricante de componentes para automóviles **Sogefi**. La compañía fue fundada por **CIR** en 1980 y cotiza en la Bolsa de Milán. **Sogefi** se encuentra presente en 23 países y está especializada en el diseño, desarrollo y fabricación de componentes para suspensiones, sistemas de aire, de refrigeración y de filtrado. Se trata de un negocio muy castigado en bolsa los últimos años, al igual que la mayoría de las compañías del sector. Con todo, a los precios actuales a los que cotiza **Sogefi**, el valor de mercado de esta participación no es significativo para **CIR**.

Además de sus negocios, es importante destacar las acciones que está tomando el equipo directivo para destapar y generar valor para sus accionistas. Así, **CIR** se fusionó en 2019 con **Cofide**, el vehículo (también cotizado) a través del cual la familia De Benedetti controlaba el 46% de **CIR**, simplificando así una estructura societaria que contribuía a incrementar el típico descuento por holding con el que suelen cotizar este tipo de sociedades. Adicionalmente, ha encadenado distintos programas y ofertas de recompra de acciones propias, aprovechando el descuento con el que cotiza la compañía sobre el valor (NAV) de sus participadas. Todo ello, unido a una eventual recuperación de KOS y a la sólida posición financiera del holding que, además, soporta la valoración de **CIR** (la caja neta, más las inversiones en *private equity* y otros, supone el c. 73% de la capitalización bursátil), nos ha llevado a reiniciar una posición en el holding italiano.

La última incorporación en esta temática financiera sería **MBIA**, una compañía americana muy conocida en el mundo *value* por haber sido, en la época de la burbuja de crédito de inicios de este siglo, la apuesta bajista que catapultó a la fama al brillante gestor Bill Ackman.<sup>18</sup> Pero ¿a qué se dedica **MBIA**? Básicamente, la compañía cuenta con dos filiales: National Public Finance Corporation ("National") y MBIA Insurance Corp ("MBIA Corp"). Estas filiales se escinden en 2009, cuando **MBIA** decide delimitar claramente el negocio "bueno" de National, del negocio problemático de MBIA Corp. Ambas se encuentran, actualmente, en modo "run-

<sup>18</sup> Para los interesados en conocer (en profundidad) la historia de esta apuesta bajista de Bill Ackman, recomiendo leer el libro "The Confidence Game" de Christine S. Richard.

off", es decir, no aceptan nuevo volumen de negocio, por los motivos que comentaremos a continuación.

En el caso de National, hablamos de una entidad dedicada a proveer de seguros de garantía financiera a inversores en deuda de servicios públicos. Se trata de un negocio que, históricamente, fue muy lucrativo, ya que los impagos de las administraciones públicas eran (y son) muy poco frecuentes. ¿El motivo? Al final, siempre podían apretar un poco más al contribuyente en forma de mayores impuestos o reducciones de gasto público en otras partidas. En el fondo, hablamos de un negocio con muy poco riesgo, dado que, hasta cierto punto, se podría decir que el contribuyente es el que está, en realidad, asegurando la deuda. Siendo esto así, ¿por qué contratar el seguro con National u otra entidad aseguradora de este mercado? Porque contribuía a abaratar el coste de financiación. Al contar con un seguro que respaldaba el potencial impago, las agencias de rating otorgaban mejores calificaciones a las emisiones de estas deudas municipales, con lo que los inversores estaban dispuestos a aceptar una menor rentabilidad por ellas (mejor calificación se asocia con menor riesgo).

Sin embargo, los últimos años no han sido los mejores para National. Por un lado, desde la Gran Recesión de 2008, las políticas de tipos bajos (o negativos) de los bancos centrales, así como sus medidas de expansión de balance, han abaratado sobremanera el coste de financiación de los emisores de deuda pública, con lo que el ahorro teórico por asegurar su deuda se reduce enormemente. Por otro lado, la rebaja de rating que sufrió Estados Unidos hace unos años desencadenó una rebaja consecuente en estas entidades, con lo que su capacidad financiera (al menos, a los ojos del mercado) también se veía mermada, limitando así su capacidad de asegurar la deuda pública de sus potenciales clientes. La puntilla para National fue la quiebra de Puerto Rico en 2017, uno de sus asegurados y la mayor bancarrota municipal de la historia de Estados Unidos (varias veces superior a la de 2013 de Detroit). Todo ello, llevó a National a entrar en modo "run-off" y dejar que su negocio se siga reduciendo según vencen las emisiones municipales aseguradas.

En cuanto a MBIA Corp., hablamos de una entidad que otorgaba también seguros de garantía financiera, aunque, en este caso, en los mercados de estructuras financieras (como los famosos CDOs). Este negocio, muy lucrativo en la época de la burbuja de crédito, se convirtió en una pesadilla con el pinchazo de esta. Sin embargo, han pasado ya más de trece años desde aquella crisis y MBIA Corp. cuenta con un balance reducido, desde hace años no genera negocio nuevo y las estructuras que quedan aseguradas, así como los litigios pendientes de resolución, no van a generar impacto significativo (ni positivo, ni negativo) en su matriz.



¿Por qué invertir entonces en una compañía que cuenta con dos filiales que no generan nuevo negocio? Por dos motivos. Por un lado, su valoración es muy atractiva, incluso bajo un escenario conservador. Teniendo en cuenta la destrucción de caja anual de National (recordemos que no genera negocio nuevo), los gastos de estructura de la matriz y dando un valor nulo a MBIA Corp., **MBIA** debería valer más del triple de lo que hoy cotiza. Sin embargo, somos conscientes de que esta valoración solo tiene sentido si alguna entidad adquiere la compañía y aprovecha las sinergias en costes para hacerse con la cartera de activos, por lo que no esperamos que **MBIA** alcance esa valoración teórica y preferimos aplicar un importante descuento a la misma. De hecho, no es algo que estemos suponiendo nosotros, el propio equipo directivo ha sido muy claro al respecto y esperan, una vez termine el proceso de quiebra de Puerto Rico, un posible movimiento corporativo (ya se han producido movimientos similares en el pasado).

Por otro lado, el equipo directivo, además de estar alineado con el resto de los accionistas (controlan el 12,5% del accionariado), está jugando con todas las cartas que tiene encima de la mesa para maximizar el valor de la compañía de cara a esa potencial venta, realizando agresivas recompras de acciones desde 2014 por debajo de NAV y utilizando, para ello, el exceso de capital de National. Esta recompra de acciones se encuentra hoy algo limitada por los requisitos de capital regulatorio, por lo que, una vez se esclarezca la situación de Puerto Rico (no debería alargarse más allá de 2022), es esperable algún dividendo especial desde National.

En definitiva, hablamos de una compañía que cuenta hoy con riesgos muy delimitados (Puerto Rico), aunque con un negocio en declive, cotizando a una valoración muy atractiva y con un equipo directivo poniendo todo de su parte para maximizar su valor.

## HONG KONG

Incrementamos exposición del 16,8% al 22,0%

Posiciones comentadas: Kaisa Prosperity Holdings (5,2%), Sun Hung Kai & Co (3,0%) y Ajisen China Holdings (1,0%)

Este trimestre hemos incrementado sustancialmente nuestra exposición a compañías cotizadas en la Bolsa de Hong Kong. Como hemos destacado en otras ocasiones, vamos a ir allí donde encontremos las mejores oportunidades de inversión, independientemente del sector o de la geografía, siempre que las compañías cumplan nuestros requisitos de inversión. En este caso, hemos incrementado nuestra posición en **Kaisa Prosperity** e iniciado una posición nueva en **Sun Hung Kai & Co** (ya comentada) y **Ajisen China Holdings** ("Ajisen").

En el caso de **Kaisa Prosperity**, la compañía presentó un plan de negocio para los próximos tres años con números de crecimiento sustancialmente superiores a los que asumíamos en nuestra valoración. Los últimos resultados publicados por la compañía avalan este plan de crecimiento y, aunque mantenemos unos números más conservadores, pensamos que el potencial de revalorización de la compañía justifica este incremento de peso en nuestra cartera.

En cuanto a **Ajisen**, se trata de una compañía familiar (Poon Wai, CEO y fundadora de la compañía, controla el c. 47,5% del accionariado), que opera restaurantes bajo la marca "Ajisen Ramen" en China y Hong Kong, especializados en sopa ("ramen") y otros platos de cocina japonesa, adaptados a los gustos de la población china. No obstante, **Ajisen** tiene su origen en Japón, en 1968, cuando Koji Shigemitsu abrió la primera tienda de ramen **Ajisen** en ese país (la compañía Shigemitsu ostenta hoy el c. 3% del accionariado de **Ajisen** y está presente en su Consejo, cobrando regalías a la compañía por la venta de sus productos). Aunque más residual, la entidad cuenta, adicionalmente, con una línea de ingresos proveniente de la venta de fideos en supermercados que esperan potenciar a futuro.

**Ajisen** tiene 722 restaurantes repartidos en 176 ciudades y provincias de China, además de un par de restaurantes en Europa (aeropuertos en Italia y Finlandia). Al contrario que sucede en nuestra otra compañía de restauración hongkonesa (**Tang Palace**), **Ajisen** tiene un concepto de producto y servicio más similar al de comida rápida, con precios más bajos. Dicho esto, su venta online sigue siendo "poco" relevante, aunque mostrando crecimientos muy importantes y apalancándose, cada vez más, en plataformas para venta por internet como **Meituan** o **Ele.me**. Con todo, hablamos de un sector muy competido, donde **Ajisen** ha sufrido caídas de rentabilidad en su negocio, amén del importante impacto que ha tenido en el sector la pandemia del coronavirus el último año y medio.

¿Qué nos gusta de **Ajisen**? Al igual que sucedió con nuestra antigua inversión en **The One Group Hospitality** y está sucediendo en **Tang Palace**, pensamos que el mercado ha descontado un escenario muy negativo para los próximos años en el negocio de **Ajisen**. Según se normalice la situación, a la par que el equipo directivo implemente medidas de mejora de rentabilidad (como el cierre de restaurantes poco rentables, lanzamiento de nuevos formatos o la inversión en remodelación de restaurantes existentes), pensamos que se volverá a hacer evidente la gran capacidad de generación de caja libre de la compañía. Adicionalmente, el margen de seguridad de la inversión es muy elevado. **Ajisen** cuenta con una importante posición de caja, contando inversiones financieras y activos inmobiliarios, que supone más que la capitalización bursátil de la compañía. Así mismo, la compañía

reparte el grueso de la caja que genera el negocio como dividendo (entre un 5% y un 10% de rentabilidad a los precios actuales).

### MATERIAS PRIMAS

Mantenemos exposición en el 22%

Posiciones comentadas: Atalaya Mining (1,1%)

Para terminar con los movimientos de la cartera de Horos Value Internacional, tenemos que comentar la entrada en cartera de **Atalaya Mining** ("Atalaya"), la empresa minera de cobre con activos en Huelva (mina de Riotinto). Ya explicamos la tesis de inversión en esta compañía cuando empezó a formar parte de nuestra cartera en Horos Value Iberia, por lo que no vamos a explayarnos en ese aspecto. Sí que nos gustaría destacar que, pese a la importante subida experimentada por su cotización los últimos meses, su valoración sigue siendo muy atractiva en estos momentos. Sirva de dato que, aunque no es nuestro escenario base, a los niveles actuales a los que cotiza el cobre, **Atalaya** estaría valorándose en el mercado a un múltiplo muy inferior a los del sector, por razones ajenas a la marcha actual y expectativas de negocio de la compañía (flujo inversor e iliquidez). Dicho de otra manera, su cotización recoge precios de cobre futuros muy inferiores a los actuales y, dadas las dinámicas que esperamos de oferta y demanda para el sector, totalmente injustificados.

## HOROS VALUE IBERIA

### Reducciones/salidas:

#### FINANCIERO

Mantenemos exposición en el 20%

Posiciones comentadas: Semapa (7,6%)

Al igual que en Horos Value Internacional, hemos reducido nuestra exposición al holding portugués **Semapa**, una vez se ha aclarado el panorama de la mejora de la OPA lanzada por la familia Queiroz Pereira, aprovechando ese efectivo para iniciar nuevas posiciones e incrementar el peso en otras con mayor atractivo actual.

#### OTROS

Ventas por el 2% del fondo

Posiciones comentadas: Altia Consultores (1,9%)

Aunque seguimos viendo potencial de revalorización en la consultora gallega **Altia Consultores** y estamos convencidos de ir de la mano de uno de los mejores equipos

directivos, además de contar con un presidente totalmente alineado con sus accionistas (Tino Fernández controla el 81% del accionariado), hemos reducido algo nuestra posición a la compañía dadas las mejores alternativas de inversión en los momentos actuales.

### Incrementos/entradas:

#### FINANCIERO

Mantenemos exposición en el 20%

Posiciones comentadas: Alantra Partners (3,6%)

El incremento de peso en **Alantra Partners** responde, exclusivamente, a que al cierre del pasado trimestre nos encontrábamos aún inmersos en la construcción de posición en esta compañía.

#### OTROS

Compras por el 1,3% del fondo

Posiciones comentadas: The Navigator Company (1,0%) y Prim (0,3%)

Este trimestre hemos iniciado una posición en **Prim**, compañía familiar del sector salud que opera en el sector de suministros médicos y ortopédicos. En el primero de ellos la compañía comercializa e instala equipos de terceros, mientras que, en ortopedia, diseña, fabrica y comercializa tanto producto propio como de terceros.

Hablar de **Prim** es hablar de una empresa con más de 100 años de historia y con una amplia experiencia, de más de 60 años, introduciendo productos de tecnología médica. Sirva de dato que más de 40 multinacionales han entrado en el mercado español de la mano de esta entidad, apoyándose tanto en una amplia red de distribución cimentada a lo largo de los años, como en la formación que **Prim** imparte a sus clientes sobre los productos médicos vendidos de terceros.

Pensamos que los recientes cambios en el equipo directivo de la compañía y el nuevo plan estratégico pueden ser un importante catalizador para el negocio, destapando una buena oportunidad de inversión a los precios actuales. En concreto, con el nuevo plan de negocio, esperamos una notable expansión de los márgenes operativos gracias a una mayor escala, derivada tanto del crecimiento orgánico como inorgánico, además de crecer en nichos donde la presencia actual es limitada. Si bien preferimos ser más conservadores en cuanto a la consecución de los objetivos de rentabilidad del plan estratégico, pensamos que la posición de caja

neta de la empresa, el accionariado familiar (c. 63% en manos del Consejo) y su perfil generador de caja, justifican una inversión a los precios actuales.

En cuanto a **The Navigator Company** ("Navigator"), se trata de la principal compañía productora de papel de impresión y escritura de Europa, con una cuota de mercado del 19%. Además de papel de impresión, produce y vende celulosa (principal materia prima del papel), y papel tisú, destinado a la fabricación de servilletas, pañuelos, papel higiénico o rollos de cocina. **Navigator** es, en su conjunto, la compañía de papel más eficiente de Europa, excelentemente gestionada por la familia Queiroz Pereira y que cuenta con una alta capacidad de generar caja, por lo que nos parece una opción muy interesante para beneficiarnos de la subida esperada en los precios del papel.

## Actualidad

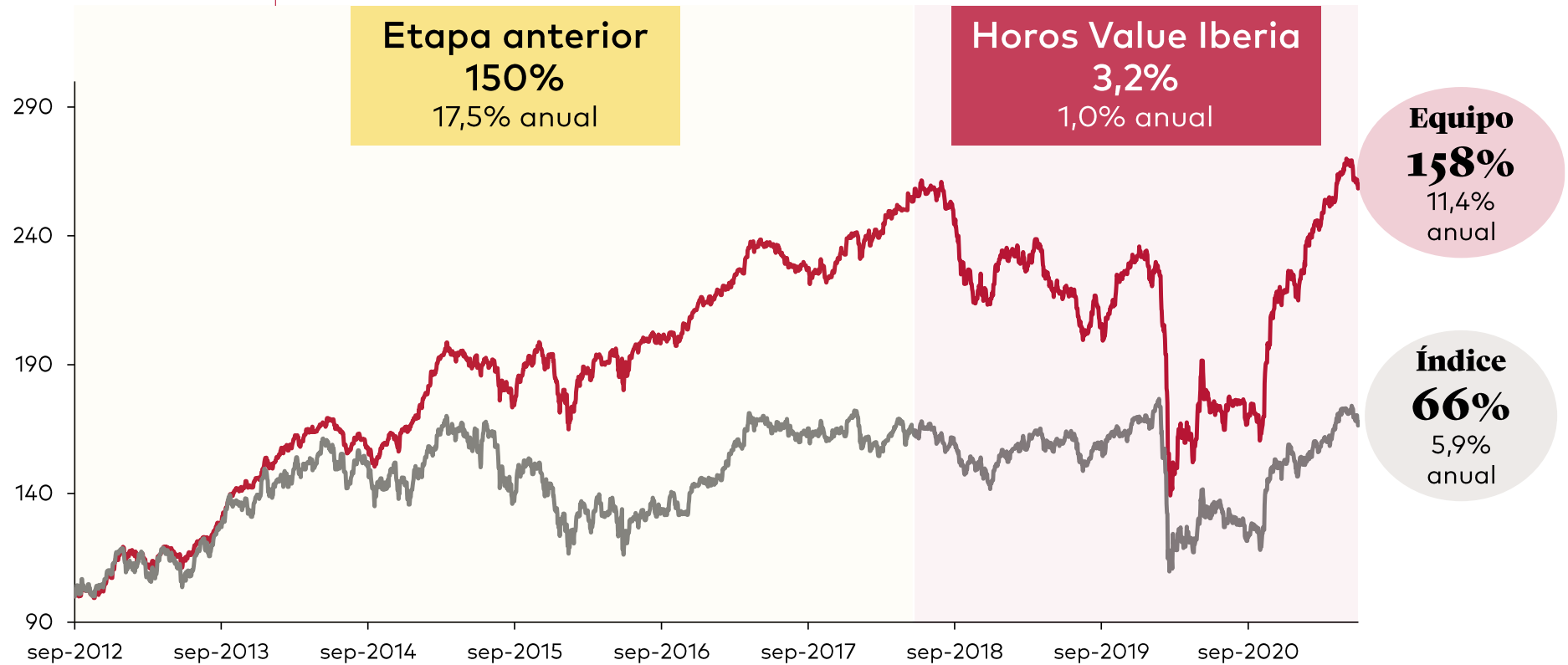
En cuanto a la actualidad más relevante de Horos, este trimestre ha sido uno de gran actividad y novedades. Por un lado, tuve el honor de ser entrevistado por el economista **Juan Ramón Rallo**, al que profeso una profunda admiración. En la entrevista tratamos temas generales de ahorro, inversión y *value investing* (ver [aquí](#)). Por otro, realicé otra entrevista de corte bastante informal con el equipo de **Seeds Mentor**, donde tocamos aspectos más diferentes sobre nuestra forma de invertir en Horos (ver [aquí](#)). Adicionalmente, tuve el placer de participar en el **XTB Investor Day** de este año, donde impartí la conferencia "Invertir barato. ¿Qué es el *value investing*?" (ver [aquí](#)). Por último, para los amantes de la lectura, les dejo también el enlace al último número de La Biblioteca del Inversor de **Value School**, donde recomiendo algunos libros de inversión y otras temáticas muy diversas (leer [aquí](#)).

Por su parte, Alejandro fue entrevistado en un divertido programa por el equipo de **Los Locos de Wall Street**, con los que habló sobre algunas de nuestras principales inversiones, además contar algunas anécdotas de Horos (ver [aquí](#)). Así mismo, continuando con nuestra política de transparencia y cercanía al partícipe, Alejandro grabó un nuevo vídeo sobre una de nuestras tesis de inversión. En este caso, sobre la compañía hongkonesa de relojes **Time Watch Investments** (ver [aquí](#)). Además, Miguel participó en una nueva edición del (muy recomendable) **Value School Summer Summit**, donde expuso en detalle nuestra tesis de inversión en la compañía **The Navigator Company** (ver [aquí](#)).

Por último, nos gustaría comentar dos noticias importantes. La primera es que Horos Asset Management ha lanzado una aplicación móvil, con la que esperamos facilitar el acceso a la información y la operativa de nuestros partícipes (por favor, no duden en contactarnos para ayudarnos a mejorar esta aplicación). La segunda es que nuestro plan de pensiones Horos Internacional PP, pasa a estar disponible para el que lo desee, al igual que nuestros dos fondos de inversión, en la plataforma **MyInvestor**.

## Rentabilidades

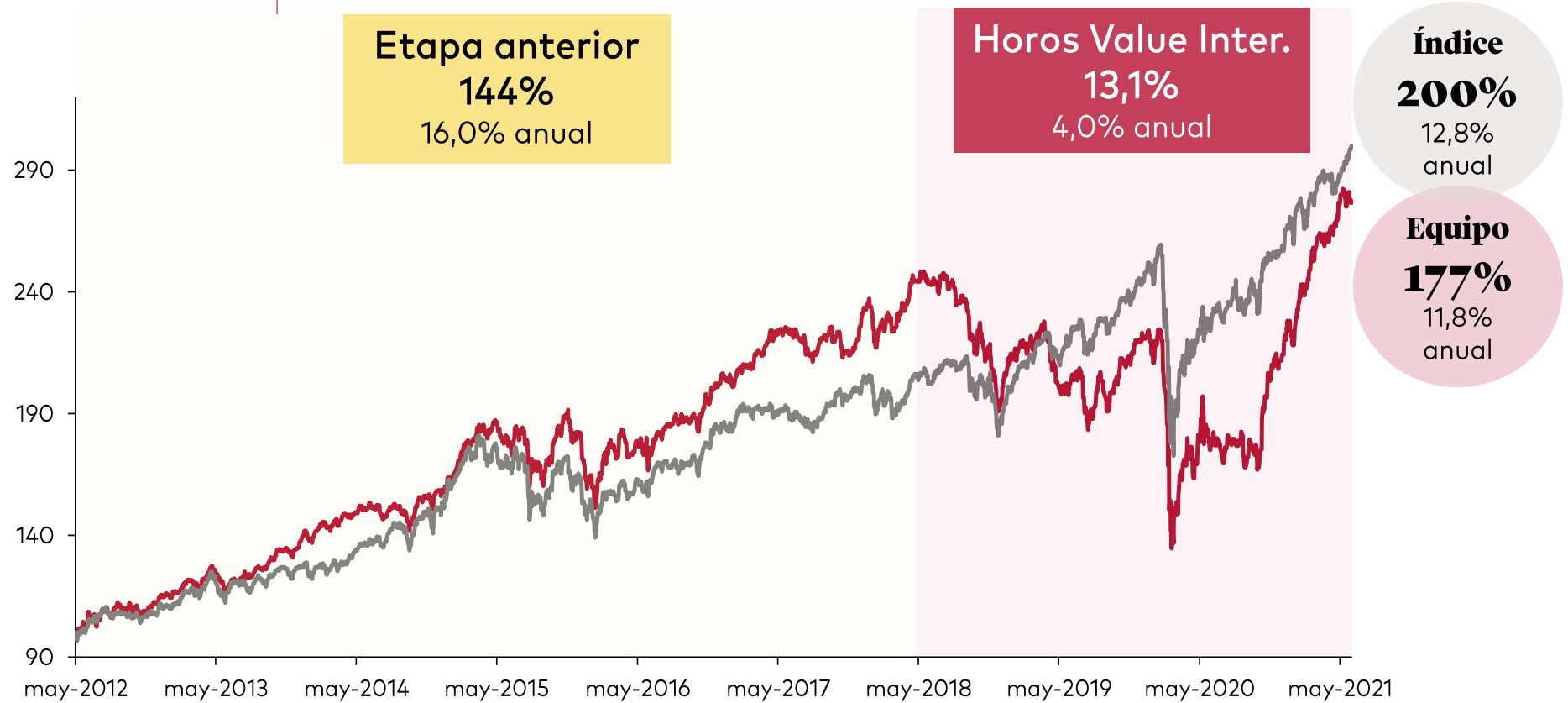
Rentabilidad histórica del equipo gestor en la **estrategia ibérica**



*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	7,6%	Financiero
Merlin Properties	7,3%	Inmobiliario y construcción
Sonae SGPS	6,5%	Distribución
Horos Value Internacional	6,5%	Financiero
Renta Corporación	4,9%	Inmobiliario y construcción
Talgo	4,9%	Ingeniería
Elecnor	4,8%	Ingeniería
Catalana Occidente	4,4%	Financiero
Gestamp	4,4%	Industrial
Iberpapel	4,2%	Industrial

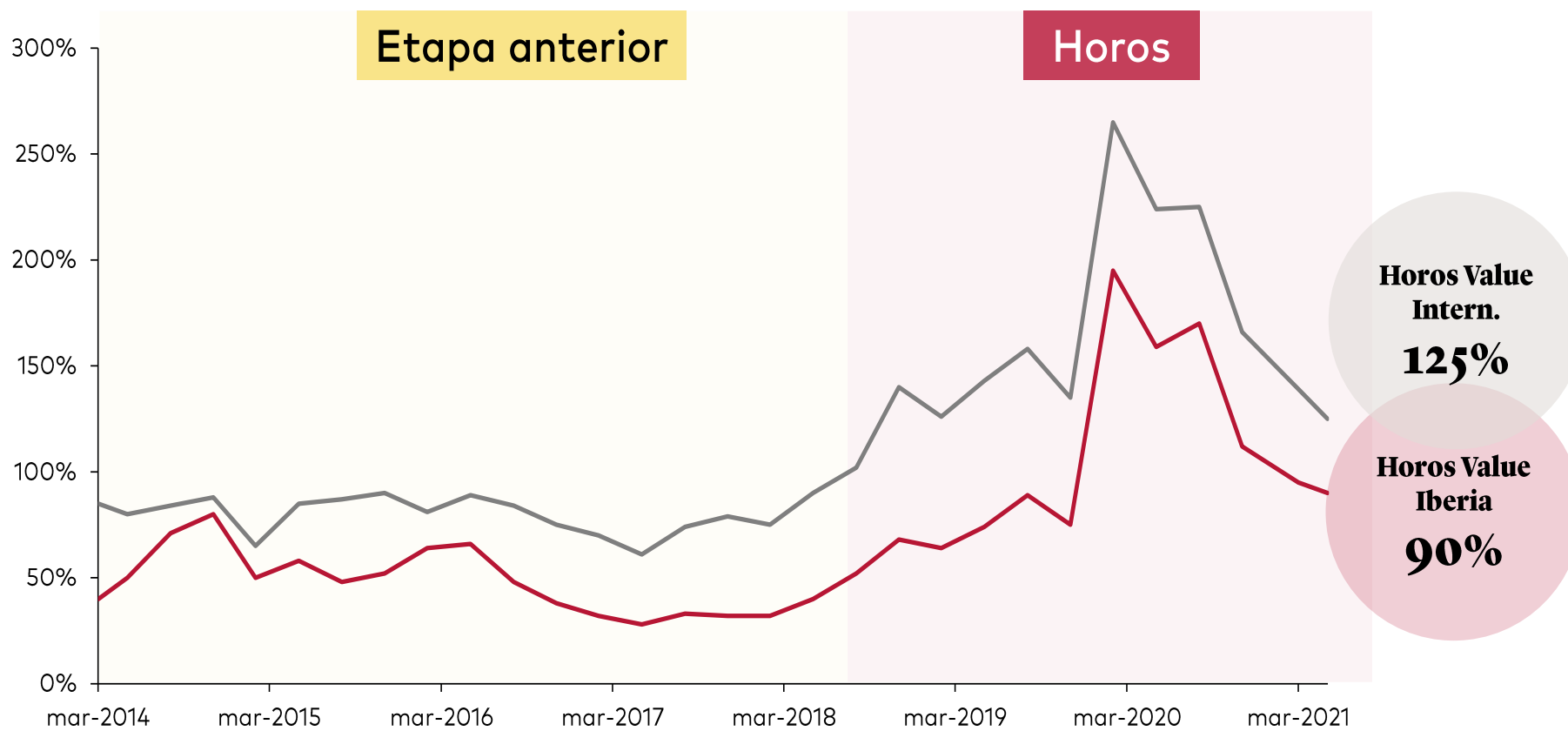
**Top 10 posiciones**  
Horos Value Internacional

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Kaisa Prosperity Holdings	5,2%	Inmobiliario y construcción
Semapa	4,6%	Financiero
Teekay Corp.	4,1%	Materias primas
Asia Standard	4,1%	Inmobiliario y construcción
Aercap Holdings	4,0%	Financiero
Keck Seng Investments	3,6%	Inmobiliario y construcción
Sonae SGPS	3,5%	Distribución
Fairfax India	3,2%	Financiero
Catalana Occidente	3,2%	Financiero
Yellow Cake	3,2%	Materias primas

# Potenciales

## Potencial histórico del equipo gestor

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