

HOROS

ASSET  
MANAGE-  
MENT

CARTA TRIMESTRAL  
A LOS PARTÍCIPES

JULIO 2022

## JULIO 2022

Estimado co-inversor,

El segundo trimestre del año no ha contribuido a cambiar las dinámicas que hemos ido comentando en las pasadas cartas trimestrales. Los dañinos efectos de la transición energética (acrecentados por la invasión rusa de Ucrania), la crisis económica china y la elevada inflación (con su consecuente tensionamiento de políticas monetarias) han seguido su curso. Este cóctel ha llevado a las principales bolsas del mundo, así como a los activos de renta fija, a cosechar uno de los peores primeros semestres de su historia. Pese a ello, nuestras carteras han continuado defendiéndose en este complicado entorno. Por un lado, nuestro fondo Horos Value Internacional perdió un -2,0% en el trimestre, frente a una caída del -10,2% de su índice de referencia. Por otro, Horos Value Iberia se dejó un -1,0% en el periodo, frente al -1,1% de su índice de referencia.

Aprovecho, como es costumbre, para actualizar nuestras rentabilidades de más largo plazo. Por un lado, desde el inicio de Horos (21 de mayo de 2018), Horos Value Internacional consigue una rentabilidad del 19,8%, inferior al 39,3% de su índice de referencia; mientras que Horos Value Iberia obtiene una rentabilidad del 7,1%, superior al 0,6% de su índice comparable. Por otro lado, desde 2012, las rentabilidades de este equipo gestor alcanzan el 193% en la estrategia internacional y el 168% en la estrategia ibérica, en comparación con un 187% y un 69% de sus índices.<sup>1</sup>

Los focos de incertidumbre son, por tanto, varios y de importante magnitud. Por este motivo, resulta vital ir de la mano de grandes equipos directivos que sean capaces de tomar las decisiones más adecuadas para sus accionistas en cada momento. Por ello, dedicaremos la carta de este trimestre a explicar las claves de una buena gestión de capital.

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 en otra gestora de fondos de inversión (desde el 31 mayo de 2012 para la estrategia internacional y el 30 de septiembre para la estrategia ibérica, hasta el 22 de mayo de 2018 en ambos casos, momento en el que se incorporan a Horos AM).

Rentabilidades pasadas, no son garantía de rentabilidades futuras.

## Resumen ejecutivo

*El objetivo no es tener el tren más largo, sino llegar a la estación utilizando la menor cantidad de combustible.*

— Tom Murphy

Los actuales focos de incertidumbre, lejos de contenerse, parecen no dejar de crecer. ¿Hasta dónde llegará la invasión rusa de Ucrania? ¿Y su impacto en los mercados de la energía y de la alimentación? ¿Cuándo se revertirá la actual inflación? ¿Cuánto subirán los tipos de interés los bancos centrales? ¿Cómo de tocada está la economía china? Muchos interrogantes y, por desgracia, pocas respuestas certeras. Podemos realizar un gran trabajo de análisis, pero la realidad es que el péndulo puede girar en cualquier momento hacia el otro lado. Por este motivo, aunque siempre sea esencial, resulta fundamental que las compañías en las que invertimos cuenten con equipos directivos capaces de tomar las decisiones más adecuadas para sus accionistas, independientemente del contexto económico o de mercado en el que nos encontremos. Sin embargo, ni los equipos directivos, ni muchas veces los accionistas de las compañías, tienen muy claro en qué consiste una correcta gestión de capital. Por este motivo, hemos querido dedicar la presente carta trimestral a explicar, de manera sencilla, nuestra visión sobre este tema.

Adicionalmente, comentaremos 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 la compañía de infraestructuras de gas natural licuado **Golar LNG** y hemos invertido en la empresa de plataformas tecnológicas **Alphabet**, en la compañía de ensayos no destructivos y otros servicios de protección de activos **Mistras Group**, en la naviera de gas natural licuado **Cool Company**, en la compañía financiera **MBIA Inc.** y, por tercera vez en el último año, en la empresa productora de carbón metalúrgico **Ramaco Resources**. Por su parte, en Horos Value Iberia hemos desinvertido en la compañía de energías renovables **Greenalia**, tras la OPA lanzada por sus principales accionistas, y hemos iniciado una posición en **Vidrala**, la compañía productora de vidrio.

## El papel del corto plazo en el *value investing*

*[El verdadero pensamiento de largo plazo] es un ciclo de refinamiento perpetuo, mejora y perfeccionamiento continuo.*

— James Clear

Como (¡espero!) el lector de esta carta conoce perfectamente, la piedra angular de nuestra filosofía inversora en Horos Asset Management es el *value investing*. Esta escuela intenta, sucintamente, aprovechar las oportunidades (ineficiencias) que el mercado brinda para, de esta manera, poder adquirir activos por un precio inferior a su teórico valor. Sin embargo, erraríamos al pensar que el trabajo del inversor *value* finaliza una vez ha invertido en esa ventajosa situación. Los mercados son sistemas adaptativos complejos. Siempre en continuo cambio. Siempre procesando y reaccionando con distinta intensidad y duración a la nueva información.<sup>2</sup> En cierto sentido, se podría decir que los mercados se encuentran permanentemente "por hacer" y sumidos en un persistente intento de alcanzar una eficiencia que parece que nunca llega.<sup>3</sup> Este proceso tiene un impacto doble y opuesto en el trabajo del inversor *value*. Por un lado, le facilita la vida, al ofrecerle continuamente nuevas oportunidades de inversión. Por otro lado, se la dificulta, al obligarle a reevaluar periódicamente las bondades de su cartera y el coste de oportunidad de mantenerla inalterada. Esto puede chocarnos, inicialmente, ya que siempre se ha dicho que el *value investing* implica invertir con una visión de largo plazo y tener paciencia (lo que suele asociarse con la conocida estrategia de *buy and hold*). Lo cual es cierto. Sin embargo, esta característica acarrea un ejercicio perseverante, de corto plazo, de intentar mejorar la cartera o, de lo contrario, ese largo plazo y esa paciencia pueden no alcanzar a ofrecer las rentabilidades que uno esperaba.

En concreto, tenemos dos maneras de realizar este cometido. La primera de ellas sería lo que denominamos **reciclaje del capital** o del patrimonio del fondo. Básicamente, Alejandro, Miguel y yo desinvertimos en aquellas compañías que han visto reducido su potencial de manera relevante (si todo va bien porque nuestra tesis de inversión se ha cumplido), para invertir en nuevas ideas de inversión que aporten una mejora en el binomio rentabilidad-riesgo de la cartera. En ocasiones, estas inversiones se canalizan hacia compañías ya presentes en el fondo, dado su mayor atractivo en ese momento. Esto último se solapa con la segunda manera de aspirar a conseguir esas rentabilidades satisfactorias en el largo plazo, a saber, el

---

<sup>2</sup> Ya hemos comentado en anteriores cartas (ver [aquí](#)) el concepto de sistema adaptativo complejo.

<sup>3</sup> Para un estudio académico del concepto de eficiencia dinámica, recomiendo: Jesús Huerta de Soto: "La Teoría de la Eficiencia Dinámica", *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política*, vol. I, n.º 1, Primavera 2004, pp. 11 a 71.

**rebalanceo de la cartera.** El rebalanceo no es más que ajustar los pesos de las compañías presentes en nuestros fondos, a tenor de su reciente evolución, tanto a nivel bursátil como de negocio, y la consecuente variación en el potencial de revalorización que esperamos para cada una de ellas. De esta manera, en un proceso que tiene mucho más de arte que de ciencia (no usamos fórmulas o reglas estrictas para realizar estos ajustes), nuestras carteras consiguen incrementar su rentabilidad estimada.<sup>4</sup>

Sin embargo, como es esperable, los inversores no somos los únicos que podemos influir sobre la evolución futura de nuestros fondos con este reciclaje de capital y rebalanceo de pesos. Los **equipos directivos** de las compañías en las que invertimos también juegan un papel que puede resultar fundamental para nuestros objetivos. Por mucho que encontremos nuevas ideas de inversión o concentremos la cartera en aquellas compañías con mayor potencial teórico, si el equipo directivo de estas empresas toma decisiones que perjudican a nuestros intereses, todo ese trabajo será en balde. De ahí la importancia de entender qué papel juegan los equipos directivos de las compañías y, más en concreto, su gestión de capital. A ello dedicaremos esta carta trimestral.

## La gran pregunta

*La función empresarial consiste en la capacidad típicamente humana para darse cuenta de cuáles son las oportunidades de ganancia que existen en el entorno.*

— Jesús Huerta de Soto

Una de las características innatas del ser humano es, sin duda, esa búsqueda continua de tratar de mejorar su situación futura mediante cambios que uno introduce en su situación o estado presente. Dicho de otra manera y en términos generales, todos actuamos y tomamos decisiones con la intención de mejorar, aprovechando las oportunidades que se nos presentan. Obviamente, la realidad y los resultados conseguidos pueden ser muy diferentes a los que uno buscaba con sus acciones, pero ese es otro tema que escapa al objetivo de este documento. Por tanto, este espíritu emprendedor, bautizado por los economistas austríacos como la "**función empresarial**", está mucho más presente en todos nosotros de lo que

---

<sup>4</sup> Este tema fue tratado también por Alejandro en nuestra III Conferencia Anual de Inversores (ver [aquí](#)).

podríamos imaginar.<sup>5</sup> Pese a ello, si hay un perfil de persona en el que esta función empresarial es más evidente, sin duda sería el del consejero delegado de una empresa. Este directivo (así como el resto de su equipo) tiene que lidiar, en su toma de decisiones, con los continuos cambios que se producen en su negocio, en la industria en la que opera y en el conjunto de la economía, muchas veces a nivel global. Sus decisiones afectarán, indudablemente, al futuro de la empresa y, consecuentemente, al de sus accionistas, siendo especialmente relevantes para las empresas cotizadas las englobadas en lo que se denomina la **gestión de capital**.

Pero ¿qué es exactamente la gestión de capital? Posiblemente, Michael Mauboussin sea el analista que mejor la haya definido:

*La gestión de capital es la responsabilidad más importante del equipo directivo de una empresa cotizada. Una gestión de capital exitosa implica transformar inputs, incluyendo dinero, cosas, ideas y personas, en algo más valioso de lo que podrían alcanzar de otra manera.<sup>6</sup>*

Dicho de otro modo: una gestión de capital es merecedora de una buena calificación si ha generado valor para sus accionistas. Por el contrario, aquellos directivos que han destruido valor con sus decisiones merecen repetir curso. Y ¿cómo podemos saber si un equipo directivo está haciendo lo correcto con su gestión? Desde luego, la historia del Washington Post puede servirnos de guía para comprenderlo fácilmente. Como detalla William N. Thorndike en su recomendable libro "**The Outsiders**", en las más de dos décadas en las que Katherine Graham fue la consejera delegada de la compañía, el Washington Post consiguió batir holgadamente a su competencia en términos de rentabilidad para sus accionistas.<sup>7</sup> ¿Cómo lo logró? Primero, supo rodearse de algunos de los mejores gestores de capital de todos los tiempos (Warren Buffett o Dan Burke estaban en el consejo de la compañía). Segundo, a la hora de gestionar el capital, el consejo trataba siempre de responder a la siguiente pregunta: **¿cuál es el mejor uso para el próximo dólar generado (por el negocio)?**<sup>8</sup>

Esta pregunta es la brújula que debe guiar a los equipos directivos de las empresas. Empero, bajo su aparente sencillez, se esconde una miríada de posibilidades que, afortunadamente, los equipos directivos (y, por tanto, nosotros en nuestro trabajo de análisis) pueden reducir a cuatro campos de actuación: reinvertir en el negocio

<sup>5</sup> José Manuel González (22 de diciembre de 2014). *Día 2 (vídeo 2) - La Función Empresarial es Acción Humana*. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=kpMOyQhpyw>

<sup>6</sup> Michael J. Mauboussin, Dan Callahan y Darios Majd (19 de octubre de 2016). *Capital Allocation: Evidence, Analytical Methods, and Assessment Guidance*. Credit Suisse Global Financial Strategies.

<sup>7</sup> Thorndike, W. N. (2012). *The Outsiders*. Harvard Business Review Press.

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

(aquí nos gusta incluir cualquier decisión que impacte a nivel operativo a las compañías), adquisiciones de otras entidades y activos (también habría que mirar el reverso de esta operación: la desinversión de divisiones y venta de activos), repago de deuda (o su emisión) y retribución al accionista (dividendo y recompra de acciones, netas de ampliaciones de capital).

Para entender estas posibilidades de manera más clara y, especialmente, su gran impacto en nuestra potencial rentabilidad como accionistas, vamos a ver distintos ejemplos reales de inversiones que tenemos en cartera para cada una de ellas.

## Un mundo de posibilidades

*Lo que queremos [en las inversiones] son grandes descuentos sobre el valor intrínseco, unido a grandes gestores de capital.*

— Monish Pabrai

### LAS DECISIONES OPERATIVAS

Aunque pueda resultar menos vistoso desde fuera, no cabe duda de que la primera misión del buen gestor de capital de una empresa es proteger o, incluso mejorar, la rentabilidad y la sostenibilidad del negocio que dirige. En general, obviando la estructura de capital de una compañía, toda medida que contribuya a incrementar (insisto) de manera sostenible la generación de caja operativa de un negocio estaría destinada a cumplir con esta misión. Nuevamente, se vuelve a abrir un mundo enorme de posibilidades. Por un lado, estas medidas pueden estar enfocadas a elevar los ingresos. Para ello, la compañía puede tratar de incrementar el volumen de producto vendido, el precio de este o una combinación de ambos. Según el contexto del momento o la naturaleza del negocio, tendrá sentido optar por una u otra de estas alternativas (por ejemplo, no es sencillo subir precios en un entorno recesivo en el que hay una caída generalizada de precios en la economía). Por otro lado, sin ser óbice de lo anterior, las medidas pueden concentrarse más en reducir los costes de operar la empresa. Al final, se trata de incrementar la eficiencia de los procesos productivos sin que se resientan las ventas o la sostenibilidad del negocio.

En nuestra cartera, podemos hoy encontrar compañías que han tomado medidas para incrementar la generación de caja operativa de sus negocios con una visión de largo plazo. Por ejemplo, dentro del sector las materias primas, somos accionistas

de dos empresas que están invirtiendo para incrementar sustancialmente sus ingresos en el corto y medio plazo. Me refiero a **Ramaco Resources** y **Spartan Delta**. En el caso de **Ramaco Resources**, la compañía está aumentando su capacidad productiva de carbón metalúrgico, realizando inversiones en sus activos de Elk Creek o de Berwind, lo que la convierte en una de las productoras que mejor está pudiendo capitalizar los elevados precios del último año de este mineral. Por su parte, **Spartan Delta** adquirió los últimos años activos de petróleo y gas canadienses a precios muy atractivos y ahora está realizando las inversiones para extraer estos combustibles fósiles, beneficiándose también del actual entorno de mercado.

Por el lado de la reducción de costes, un ejemplo paradigmático de ello lo encontramos en el holding portugués **Sonae**. La compañía, dirigida por Claudia Azevedo de manera excelente, no ha tenido reparos en tomar medidas que contribuyan a incrementar la rentabilidad de sus negocios. Ejemplos claros de ello serían la fusión del vendedor de artículos deportivos Sport Zone con algunos de sus competidores en Iberia (JD Sports y Sprinter) o la reestructuración de su negocio de distribución de productos de tecnología Worten, vendiendo tiendas a su competidor Media Markt o, directamente, cerrando las menos rentables, lo que contribuyó a mejorar los márgenes de estos negocios y, por tanto, su capacidad de generación de caja.

Aunque estas posibilidades son las más directas para influir en los ingresos o los costes de las compañías, estas también pueden optar, cuando la naturaleza del negocio lo permita, por una vía de más largo plazo y con un impacto más difícil de cuantificar: el incremento consciente de algunos costes para intentar elevar más que proporcionalmente las ventas. Aquí entrarían, entre otros, los gastos en investigación y desarrollo (pensemos en el desarrollo de la gama de vehículos eléctricos de **BMW** o en los desarrollos y aplicaciones de la inteligencia artificial en el caso de **Alphabet**) o en publicidad (en el sector asegurador, por ejemplo, las entidades suelen gastar importantes sumas de dinero en anuncios para mantener o incrementar su cuota de mercado).

Para terminar, como último ejemplo de las muchas y diversas formas que un equipo directivo puede buscar mejorar el flujo de caja operativa de la compañía, estaría la continua mejora del fondo de maniobra. Sin duda, compañías españolas como **Global Dominiom**, **Gestamp** o **Talgo** han demostrado un compromiso férreo histórico por mejorar o contener su fondo de maniobra, acostumbrando a sus accionistas a continuas "sorpresas" positivas en este respecto.



## LAS DECISIONES INORGÁNICAS

Una vez el equipo directivo de una compañía considere que las necesidades operativas del negocio están cubiertas y que, al menos en ese momento, no hay iniciativas atractivas que contribuyan a mejorar su rentabilidad, entonces debería plantearse qué (mejor) uso darle al efectivo generado. Desde luego, una de las alternativas clásicas es adquirir otras entidades. De hecho, hay estudios que sitúan esta alternativa como la históricamente favorita para los directivos de las compañías.<sup>9</sup> El clásico motivo (la palabra impronunciable para muchos) que se suele argüir para justificar este tipo de movimientos sería el de las sinergias, es decir, las mejoras económicas que se consiguen por el simple hecho de adquirir otra entidad, bien incrementando las ventas por encima de lo que ambas entidades podrían conseguir por separado, bien consiguiendo una reducción de costes más que proporcional. Sin embargo, la historia ha demostrado tres hechos que ponen en tela de juicio las bondades de las fusiones y adquisiciones de compañías. Por un lado, las adquisiciones generan valor, habitualmente, para los accionistas que venden su empresa, no para los que la compran. Por otro lado, las sinergias prometidas raramente se cumplen. Por último, de alcanzarse alguna sinergia, generalmente suele producirse en el ahorro de costes, rara vez en el incremento de ingresos.<sup>10</sup> Por todo ello, deberíamos ser siempre escépticos cuando una de nuestras empresas adquiere otra y nos promete una enorme creación de valor tras la operación.

Dicho esto, hay equipos directivos que son una clara excepción a esta regla y que han sabido convertir en su seña de identidad los movimientos corporativos, generando habitualmente valor para sus accionistas. En nuestros fondos tenemos varias compañías que han cumplido sobradamente con este cometido. Sin embargo, no todas han implementado esta estrategia de la misma manera, quizás condicionadas por la naturaleza de su sector o el tamaño de su empresa. Así, entidades españolas como **Applus**, **Global Dominion** o **Prim** se han especializado, históricamente, en hacer un gran número de adquisiciones anuales de tamaño poco relevante, aprovechando la gran fragmentación del sector en el que operan y pagando múltiples atractivos por las compañías adquiridas.

Por otro lado, otras empresas en las que estamos invertidos suelen poner el foco en realizar adquisiciones de tamaño relativamente mediano. Se trata, por tanto, de movimientos menos frecuentes que en el caso anterior, pero de cierta recurrencia. Este sería el caso de **Catalana Occidente**, de **Groupe Guillin** o de **Vidrala**. La aseguradora española **Catalana Occidente** se ha caracterizado por retener

<sup>9</sup> Michael J. Mauboussin, Dan Callahan y Darios Majd (19 de octubre de 2016). *Idem*.

<sup>10</sup> *Idem*.

siempre un porcentaje importante de sus beneficios, con la intención de ir realizando adquisiciones en su sector que le aporten los beneficios de una mayor escala y diversidad de producto y donde puedan implementar medidas de eficiencia que mejoren la rentabilidad de los negocios anexionados. Similarmente, **Groupe Guillin**, empresa francesa fabricante de envases para alimentos, ha aprovechado históricamente la predictibilidad de su negocio para endeudarse (razonablemente) y realizar compras en distintas geografías europeas con el mismo objetivo de alcanzar mayor escala, diversidad de producto y conseguir una mayor eficiencia en las plantas adquiridas. Exactamente lo mismo podríamos decir en el caso del fabricante de vidrio español, **Vidrala**, con sus adquisiciones del grupo Encirc en Reino Unido en 2015 o de Santos Barosa en Portugal en 2017.

Por último, hay entidades que realizan movimientos corporativos muy relevantes, incluso transformacionales, de manera esporádica y aprovechando su posición de fortaleza financiera y capacidad operativa en momentos de estrés para el sector o para la compañía objetivo. Tal es el caso de **AerCap**, la compañía líder mundial en el negocio de leasing de aviones. Como ya hemos comentado en detalle en cartas anteriores, al equipo dirigido por Aengus Kelly nunca le ha temblado el pulso a la hora de realizar grandes adquisiciones, como fue la compra de International Lease Finance Corporation en 2013, aprovechando las necesidades de capital de su matriz **AIG**, o la de GECAS, el otro jugador más relevante del sector y perteneciente al conglomerado **General Electric** (también con ciertas urgencias financieras), durante la pandemia del coronavirus. En ambas ocasiones, las operaciones aportaron un importante valor para sus accionistas, aunque quizás, por el momento, menos evidente y cuantioso en el caso de GECAS.

No obstante, hay veces en las que el mejor movimiento no reside en comprar otra entidad, sino en que la compañía se desprenda de alguna división para "ponerla en valor" y utilizar el dinero obtenido en usos que generen mayor rentabilidad para los accionistas o, directamente, reestructurar o vender aquellas que estén lastrando al conjunto de la empresa. La primera posibilidad la hemos visto recientemente en **Merlin Properties**. La SOCIMI, dirigida por Ismael Clemente, vendió el pasado mes de abril su cartera de oficinas Tree (precisamente, las que sirvieron para constituir la entidad en su salida a bolsa en 2014), por cerca de 2.000 millones de euros. Este precio de venta supone una valoración un 12% superior al valor contable de cierre de 2021, lo que implica una mejora y una mayor certeza en el NAV de la entidad. Con el efectivo generado por la venta de esta cartera, **Merlin Properties** anunció que repartiría un dividendo extraordinario, quizás realizaría una recompra de acciones propias (aprovechando el descuento con el que cotizan sobre su NAV) y reduciría la deuda de la compañía. Otro caso reciente de este tipo de actuaciones lo encontramos, nuevamente, en el holding **Sonae**. La compañía vendió el c. 25% de su

división de supermercados (Sonae MC) al *private equity* CVC en el tercer trimestre de 2021, recibiendo alrededor de 530 millones en la transacción y poniendo así en valor la única división de la compañía que carecía de una valoración "objetiva" de mercado.

En cuanto al segundo motivo para desprenderse de una división, **Vidrala** nos sirve también de ejemplo ilustrativo. La compañía española decidió, en 2019, desprenderse de su actividad de fabricación de envases de vidrio en Ghlin (Bélgica), con márgenes muy inferiores a los del resto de plantas de la compañía, con el objetivo de centrar sus esfuerzos en los centros productivos más competitivos y estratégicos del grupo.

## LAS DECISIONES DE CAPTACIÓN DE CAPITAL

Como es de esperar, los equipos directivos pueden encontrarse con la dificultad de haber localizado alguna oportunidad atractiva para expandir su negocio o realizar alguna adquisición y, sin embargo, no disponer del efectivo necesario para poder acometerla. En estos casos, la empresa puede optar por pedir dinero a terceros, bien incrementando su endeudamiento o bien ampliando capital. De nuevo, la recurrencia y el tamaño de las operaciones corporativas condicionará el volumen de financiación necesario para cada compañía. Así, en el ejemplo que ya comentamos de **Applus**, vemos cómo la empresa mantiene niveles relativamente elevados de deuda, aprovechando la estabilidad del grueso de sus negocios, para realizar continuas adquisiciones. Por su parte, compañías de perfil muy defensivo, como **Vidrala** o **Groupe Guillin**, incrementan su endeudamiento cuando van a realizar una adquisición relevante, algo que suele suceder cada dos o tres años.

Adicionalmente, aunque ocurre en contadas ocasiones (al menos, en lo que se refiere a nuestras carteras) una compañía puede decidir incrementar su endeudamiento para adquirir acciones propias, si los directivos estiman que el valor intrínseco de la empresa es superior a su capitalización bursátil y si están convencidos de que el balance puede soportar un incremento del endeudamiento para ejecutar esa recompra. Si no se cumplen ambas condiciones, el resultado puede terminar siendo verdaderamente desastroso. Muchas plataformas tecnológicas han optado los últimos años por apalancarse financieramente para incrementar sus programas de recompra de acciones. En la mayoría de estos casos, el movimiento se realizó a múltiplos muy elevados, lo que ha podido destruir, como veremos en el siguiente apartado, mucho valor para sus accionistas. Pensamos que no es el caso de **Alphabet**, ya que su balance sigue presentando una holgada posición de caja neta y dado que estamos convencidos (o no habríamos vuelto a

invertir en la compañía) de que su valor intrínseco es muy superior a lo que el mercado hoy refleja.

Aunque menos habitual entre nuestras inversiones, sí hemos tenido algún caso de compañía que ha decidido ampliar capital para realizar una adquisición importante (a veces, combinándolo con un incremento de deuda). Tal es el caso de **AerCap**, (cuya compra de GECAS ya destacamos), de la compañía de plataformas petrolíferas **Shelf Drilling** (con su reciente ampliación de capital para adquirir varias plataformas Jack-up de **Noble Coporation**), **TGS** (con su adquisición anunciada hace unas semanas de **Magseis**) o **Spartan Delta** (también comentada). En todos los casos, el valor de lo adquirido supera el efecto negativo de la dilución por la ampliación de capital, generando así valor con las operaciones a sus accionistas.

## LAS DECISIONES DE DISTRIBUCIÓN DE CAPITAL

Nos queda por comentar una última opción de inversión disponible en el arsenal de potenciales decisiones de un equipo directivo: las recompras de acciones propias. Por las conversaciones que mantenemos con las compañías en las que invertimos y, especialmente, a tenor de cómo suelen utilizarse, no me da miedo afirmar que la recompra de acciones es la herramienta menos comprendida por los directivos de una empresa. Por un lado, suele considerarse únicamente como un tipo de retribución equivalente al dividendo y que, por tanto, solo debe utilizarse cuando exista un exceso de efectivo en la compañía. Por otro lado, habitualmente fuera de Estados Unidos, los directivos suelen escudarse en argumentos de los más variopinto y sin demasiado fundamento para no realizar recompras de acciones propias.

Adicionalmente, en parte como consecuencia de lo anterior, las compañías acostumbran a seguir un patrón claramente procíclico a la hora de realizar las recompras de acciones, siendo más agresivas en su implementación cuando las acciones están más sobrevaloradas y mucho más cautas, llegando incluso a ignorar su uso, cuando las cotizaciones se encuentran en niveles muy deprimidos. Este comportamiento, más o menos generalizado, tiene consecuencias negativas para los accionistas, ya que, dependiendo del nivel de valoración de las empresas, la recompra de acciones generará valor, será neutral (y, por tanto, equivalente a un dividendo) o destruirá valor. Para entenderlo vamos a intentar realizar un sencillo ejercicio numérico que el lector puede obviar si no necesita comprobar el mecanismo por el que las recompras crean valor o lo destruyen.

Imaginemos una compañía que cuenta con un millón de acciones en circulación y un precio de cotización de 150 euros. Por tanto, su capitalización bursátil será de 150 millones de euros. Adicionalmente, vamos a asumir que su valor intrínseco por acción (esto es, lo que la empresa debería valer en bolsa) es también de 150 euros. En este caso (y solo en este caso), realizar una recompra de acciones no tendrá impacto ni positivo ni negativo para los accionistas, ignorando el coste de oportunidad de otras alternativas o el impacto fiscal del dividendo. Si, por ejemplo, la compañía realiza una recompra de acciones a 150 euros por un importe de 15 millones de euros (10% de la capitalización bursátil), el número de acciones en circulación se habrá reducido también en un 10%, desde el millón de acciones en circulación hasta las novecientas mil. En ese proceso, los accionistas que hayan mantenido sus acciones verán que el valor de las que quedan en circulación es exactamente el mismo que antes de la recompra en términos unitarios, ya que el valor de la empresa tras la recompra (150 millones de euros menos 15 millones de euros, es decir, 135 millones de euros) dividido entre las acciones que quedan en circulación (novecientas mil acciones) sigue siendo 150 euros por acción. ¿Es entonces la recompra de acciones una herramienta neutral similar al pago del dividendo? Ni mucho menos.

Pensemos ahora en un escenario de caídas bursátiles, en el que el valor intrínseco de la empresa sigue siendo de 150 euros por acción, pero con su cotización cayendo hasta los 100 euros. En ese momento, el equipo directivo ve una gran oportunidad de generar valor para sus accionistas e implementa el mismo programa de recompra de acciones de 15 millones de euros. En este caso, dado que el precio es inferior, el número de acciones recompradas se incrementa desde las 100.000 hasta las 150.000 acciones. Y, ¿qué sucede con los accionistas que mantengan sus acciones? Pues que el precio de compra resulta ser, obviamente, favorable, ya que el valor de la empresa tras la recompra (150 millones de euros menos 15 millones de euros, es decir, 135 millones de euros) dividido entre las acciones que quedan en circulación (850.000 acciones) es de 158,8 euros por acción, superior a los 150 euros de valor intrínseco que tenía la compañía antes de producirse la recompra.

Nos queda, por tanto, ver el caso opuesto. Imaginemos un mercado bursátil boyante, en el que la cotización de la compañía pasa de 150 euros a 200 euros (es decir, 50 euros por encima de su valor intrínseco). Los directivos deciden implementar la recompra de 15 millones de euros, lo que reduce las acciones en circulación hasta las 925.000 (solo pueden recomprar 75.000 acciones propias). En esta ocasión, los accionistas que se mantienen sin vender sus acciones pagan las consecuencias de esta recompra realizada a precios sobrevalorados. ¿Por qué? Porque el valor de la empresa tras la recompra (150 millones de euros menos 15 millones de euros, es decir, 135 millones de euros) dividido entre el nuevo número de

acciones (925 mil acciones) arroja un valor intrínseco por acción de 145,95 euros. Por tanto, los tenedores de acciones han visto cómo se destruyen 4,05 euros de valor por acción tras la operación de recompra.

Una vez tenemos claro el mecanismo de actuación de la recompra de acciones, podemos extraer dos conclusiones. Por un lado, las recompras de acciones tienen impactos muy diferentes a los de la retribución vía dividendo. Por otro lado, si se realizan a precios en los que la compañía está claramente infravalorada, son una excelente forma de generar valor para sus accionistas de largo plazo. Dado que estamos convencidos de que nuestras inversiones cotizan muy por debajo de su valor intrínseco, no resulta ahora difícil comprender por qué somos tan favorables a que implemente programas de recompra de acciones. De hecho, nos encanta ver que muchas de nuestras compañías están aprovechando las valoraciones actuales para realizarlas. **Naspers**, **Fairfax India** o **CIR**, sin ir más lejos, son ejemplos muy claros de compañías donde las recompras están generando muchísimo valor para sus accionistas.

Así mismo, aunque no vamos a profundizar sobre ello, los directivos pueden encontrar incluso más atractivo recomprar su deuda si esta cotiza con un importante descuento en el mercado, reduciendo así su endeudamiento y su coste financiero más rápidamente que si tuviese que esperar al vencimiento de sus emisiones. Estos movimientos suelen producirse más en sectores bajo fuerte presión financiera, bien porque se encuentren en una profunda crisis (véase el sector inmobiliario chino), bien porque el mercado de capitales se ha cerrado para esa industria. Esto último es, precisamente, lo que le sucedió al sector de los combustibles fósiles y, en especial, a los productores de carbón por las derivadas de la planificación de la transición energética que ya destacamos en las dos pasadas cartas trimestrales (ver [aquí](#) y [aquí](#)). Nuestra compañía productora de carbón térmico, **Geo Energy Resources**, ha aprovechado esta ineficiencia para recomprar activamente sus bonos con un elevado descuento.

Por último, cabe la posibilidad de que el equipo directivo no encuentre ninguna alternativa atractiva de inversión para su efectivo. En este caso, pueden pasar dos cosas. O bien la compañía acumula el exceso de caja que genera el negocio, a la espera de una oportunidad de inversión, o bien distribuye el dinero como dividendo entre sus accionistas. Probablemente, dentro de nuestras inversiones, **Catalana Occidente** sea el ejemplo más claro de lo primero. Como destacamos anteriormente, la aseguradora española suele realizar adquisiciones de tamaño mediano cada dos o tres años, que financia con el beneficio retenido del negocio (beneficio no repartido como dividendos). Consecuentemente, cuando no realiza adquisiciones, ese beneficio retenido se va acumulando en el balance de la

compañía, incrementando cada año el exceso de reservas de capital de la entidad. Probablemente, el exceso actual de reservas ronde los 900 millones de euros, es decir, un 25% de su valor bursátil, lo que demuestra hasta qué punto la compañía está convencida de su estrategia de adquisiciones. El problema de esta estrategia reside en el coste de oportunidad de esperar a que llegue la próxima oportunidad, por lo que puede llegar un punto en el que tenga sentido dar otro uso a ese efectivo acumulado por la compañía. Dada lo atractivo de la valoración actual de **Catalana Occidente**, una recompra de acciones sería un gran generador de valor para sus actuales accionistas.

En cuanto a la otra posibilidad, somos de la opinión de que el dividendo sea la última opción para el equipo directivo. Solo cuando la compañía tiene sus necesidades operativas cubiertas y no se pueden tomar medidas que mejoren sosteniblemente su generación de caja, cuando el balance sea sólido y no haya alternativas de inversión atractivas (incluyendo la recompra de acciones o de deuda), solo entonces, las compañías deberían repartir dividendos. Estamos hartos de ver empresas que se obligan a pagar un dividendo cada año, justificándose en que sus accionistas lo demandan así. Y, tristemente, es muy probable que en parte esto sea real. Creo que todos conocemos a gente que compra acciones de las empresas españolas que todos tenemos en mente porque pagan un buen dividendo (obviando que el precio de la acción es una variable mucho más importante en el devenir de su inversión). Con todo, pese a esta crítica, existe un mercado bursátil en el que somos hoy mucho más favorables al pago de dividendos: Hong Kong. A explicar por qué, dedicaré el último apartado de la primera parte de esta carta.

## Un universo en permanente descuento

*¡Enseñame la pasta!*

— Jerry Maguire

Si hay algo que ha caracterizado siempre nuestro estilo de inversión es que vamos a intentar invertir en aquellas situaciones en las que las ineficiencias sean más claras. Generalmente, este tipo de oportunidades surgen en mercados o industrias ignorados por la comunidad inversora. Por este motivo, tuvimos una fuerte exposición a Japón en 2013, a las empresas de tamaño pequeño y mediano europeas posteriormente o a las materias primas los últimos años, por citar tres casos claros. Sin duda, otro mercado bursátil en el que estamos viviendo una dinámica similar es Hong Kong. De ahí, que llevemos un tiempo manteniendo una exposición relevante a algunas de sus compañías cotizadas. Sin embargo, no es mi

objetivo explicar los motivos concretos por los que surge esta oportunidad, sino destacar nuestro cambio de aproximación a estas inversiones.

Hace ya cinco o seis años, cuando comenzamos a invertir en este mercado, lo hicimos buscando compañías que cumplieran, como siempre, nuestros principios de inversión. A saber: negocios sencillos de entender (si no, no vamos a "viajar" tan lejos para invertir), con ventajas competitivas o barreras de entrada (como activos irreplicables, escala o reputación), perfil financiero sólido (todas nuestras inversiones hongkonesas han presentado siempre una posición de caja neta), buena gestión de capital (negocio bien gestionado y gestión de capital que, como poco, no destruya valor para sus accionistas) y, por último, un margen de seguridad elevado (posiblemente, nunca hayamos invertido en compañías tan infravaloradas). Sin embargo, pese a que todas nuestras inversiones han cumplido (a priori) estos criterios, nos hemos encontrado con el paso de los años dos dinámicas o, mejor dicho, dos perfiles de gestores de capital en estas compañías. En concreto en lo que atañe a la retribución al accionista.

Generalmente, como hemos visto en el anterior apartado de esta carta, somos de la opinión de que el dividendo *solo* debería repartirse cuando el equipo directivo no sabe qué hacer con el exceso de caja del negocio. Como consecuencia de esto, no nos preocupa demasiado el porcentaje de beneficios que reparte una compañía entre sus accionistas o su rentabilidad por dividendo (*dividend yield*). No obstante, en el caso de Hong Kong, sí nos hemos vuelto más favorables a un reparto activo de dividendos. El motivo es bastante sencillo. El mercado de Hong Kong es tan ineficiente que, muchas de nuestras inversiones, lejos de ver cómo su injustificado descuento frente a su valor intrínseco se reducía con los años, han sufrido un incremento de este. Aunque preferiríamos actuaciones más encaminadas a cerrar esos descuentos (por ejemplo, vendiendo activos para recomprar acciones propias o, directamente, realizar recompras de acciones), la realidad es que, en general, los equipos directivos de las empresas hongkonesas suelen tener puesto un excesivo foco en la gestión del negocio e ignorar la evolución de su valor bursátil. Esto, unido a otros factores, hace que los descuentos persistan de manera (casi) insufrible en el tiempo. Aunque somos muy pacientes y estamos dispuestos a esperar años a que las inversiones den sus frutos, el coste de oportunidad va creciendo con el paso del tiempo. Esto es algo que hemos padecido, obviando otros motivos fundamentales, en nuestras inversiones en las compañías de inmuebles **Keck Seng Investments** y **Asia Standard International**.

Por este motivo, los últimos años hemos primado aquellas compañías que sean más generosas con los dividendos a sus accionistas. De esta manera, nuestra rentabilidad estará más protegida de este riesgo temporal. Compañías como la



promotora de residencias de lujo **Tai Cheung Holdings**, las empresas de restaurantes **Tang Palace** o **Ajisen China Holdings** y el holding financiero **Sun Hung Kai & Co**, son ejemplos claros de que compañías que, históricamente, han repartido cuantiosos dividendos entre sus accionistas, contribuyendo a que su gran descuento se vea, en parte, compensado por este desembolso.

## Movimientos más destacados

*Las oportunidades se encuentran en aquello impopular, en lo que todo el mundo odia. La clave es tener paciencia.*

— Peter Cundill

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

### HOROS VALUE INTERNACIONAL

#### Reducciones/salidas:

#### MATERIAS PRIMAS (20,8%)

Posiciones comentadas: TGS (1,9%), Sprott Physical Uranium Trust (1,6%) y Golar LNG (vendida)

Este trimestre hemos vendido toda nuestra posición en la compañía **Golar LNG**. Como ya destacamos en nuestra anterior carta, la compañía dedicada a la conversión de gas natural en gas natural licuado (infraestructuras de FLNG), al almacenamiento de gas natural licuado y regasificación a través de FSRU y al transporte de gas natural licuado (participación en **Cool Company**), se ha visto muy beneficiada de la actual tensión en el mercado del gas natural, derivada de la transición energética y acrecentada, sin duda, por la invasión rusa de Ucrania y las distintas sanciones y actuaciones de las distintas economías hacia el país dirigido por Vladímir Putin. Por un lado, su ajustada valoración tras su excelente evolución bursátil y, por otro, nuestra búsqueda de una situación de rentabilidad-riesgo más favorable en el mercado del gas natural, nos ha llevado a desinvertir en **Golar LNG** y a iniciar una posición, como comentaremos después, en su participada **Cool Company**.

En cuanto a **Sprott Physical Uranium Trust** y **TGS**, las reducciones de peso responden, exclusivamente, a su menor potencial relativo frente a otras alternativas presentes en nuestra cartera y nuevas inversiones que hemos incorporado este trimestre a Horos Value Internacional.

## OTROS

Posiciones comentadas: Sonae (2,1%)

Por último, hemos reducido también de manera importante nuestra exposición al holding portugués **Sonae**, tras el excelente comportamiento de su cotización. La buena marcha de su negocio de distribución de alimentación (Sonae MC) y las excelentes decisiones de gestión de capital, encaminadas a generar mayor valor para los accionistas, sin duda han jugado un papel muy importante en esta buena evolución. Seguimos pensando que **Sonae** cotiza con un atractivo potencial. Sin embargo, en términos relativos, la cartera presenta otras inversiones aún más interesantes, de ahí la reducción de peso.

## Incrementos/entradas:

### PLATAFORMAS TECNOLÓGICAS (9,3%)

Posiciones comentadas: Naspers (7,3%) y Alphabet (2,0%)

Como ya destacamos en la pasada carta trimestral, la elevada inflación y, más en concreto, las consecuentes subidas de tipos de interés por parte de la gran mayoría de bancos centrales, contribuyó a que las compañías con un perfil con elevadas expectativas de crecimiento y generación de flujos de caja futuros fueran las más castigadas en las caídas bursátiles de estos meses. Dentro de esta categoría se engloban también compañías tecnológicas con negocios de gran calidad, pero que cotizaban a valoraciones más exigentes. Este es el caso de **Alphabet**, compañía en la que volvemos a invertir dos años y medio después de nuestra desinversión.

Como recordatorio, la plataforma tecnológica americana es dueña de, posiblemente, el ecosistema de productos con mayor efecto de red que existe en el mundo. En concreto, **Alphabet** cuenta con productos tan conocidos y utilizados en nuestro día a día, como son el buscador Google, el sistema operativo para dispositivos móviles Android, la plataforma de vídeos YouTube, el correo electrónico Gmail, el servicio de navegación Google Maps, la tienda de aplicaciones móviles Google Play, la plataforma de almacenamiento de ficheros Google Drive o su aplicación Google Photos. Todos ellos con más de mil millones de usuarios activos

(de hecho, Android cuenta con más de tres mil millones de dispositivos activos mensuales). Este rico ecosistema permite que los efectos de red de cada producto se realimenten entre sí, fortaleciendo aún más las bondades del negocio de la publicidad, la principal fuente de ingresos de la compañía.

Por otro lado, **Alphabet** inició hace unos años una apuesta decidida por el negocio de infraestructuras y servicios de datos en la nube (Google Cloud), situándose hoy tercera en cuota de mercado, por detrás de **Amazon** (Amazon Web Services) y **Microsoft** (Microsoft Azure). Adicionalmente, la compañía cuenta con el que puede ser el proyecto más avanzado de vehículos autónomos que existe en Occidente (**Baidu** es el líder indiscutible en China), así como un sinfín de proyectos incipientes, sin olvidarnos de sus enormes capacidades en el campo de la inteligencia artificial. Todo ello, unido a una corrección bursátil que recoge una importante desaceleración en el crecimiento de **Alphabet** para los próximos años, así como una incertidumbre asociada a la presión regulatoria que soporta desde hace tiempo la entidad, nos ha animado a retomar una posición en esta excelente compañía.

En cuanto a **Naspers**, este trimestre decidimos incrementar nuestra inversión en la compañía, tras ver cómo las malas noticias relacionadas con su participada **Tencent Holdings** ("Tencent") y sus inversiones en Rusia, así como el impacto de la subida de tipos de interés en las valoraciones del resto de plataformas del holding sudafricano, contribuyó a lastrar sobremanera la cotización de la compañía, hasta situarla con un descuento sobre el valor de sus inversiones superior al 70%, pese a los esfuerzos históricos (infructuosos) del equipo directivo por reducir esta ineficiencia. Sin embargo, hace unas semanas anunciaron, por fin, la medida que puede ser la que contribuya a reducir enormemente esta anomalía. En concreto, **Prosus** (el holding a través del cual **Naspers** controla sus participaciones en las plataformas de **Tencent** y demás negocios) comunicó, el pasado 27 de junio, que había alcanzado un acuerdo con **Tencent** para poder ir vendiendo, cada día, acciones de esta compañía, siempre y cuando el dinero se utilice para la recompra de acciones propias de **Prosus** y de **Naspers** (con lo que, en cierta manera, **Naspers** vende **Tencent** a su valor de mercado y recompra estas acciones con un elevado descuento, lo que contribuye a que, en términos por acción, **Naspers** incremente incluso su exposición a **Tencent**). Hasta ahora, la venta de acciones de **Tencent** se había realizado mediante la colocación de paquetes más representativos y sujetos a un periodo posterior de varios años que impedía una venta adicional. El mercado recogió con subidas superiores al 20% la noticia y, posteriormente, con una buena evolución relativa frente a **Tencent**, lo que ha permitido que el descuento se haya ido cerrando hasta rondar el 45% actual.

En definitiva, pensamos que la medida anunciada por el equipo directivo de **Naspers** está creando un gran valor para sus accionistas, lo que, unido a las perspectivas de largo plazo de las plataformas que constituyen este holding, nos hace mantener una importante posición en la compañía sudafricana.

#### MATERIAS PRIMAS (20,8%)

Posiciones comentadas: Mistras Group (2,0%), Cool Company (1,8%) y Ramaco Resources (1,2%)

Aunque hemos reducido la exposición (o, incluso, desinvertido) en algunas de nuestras compañías vinculadas al sector de las materias primas, las nuevas incorporaciones a la cartera han contrarrestado este movimiento, dejando esta temática con un peso similar al del trimestre anterior.

Unas de estas nuevas entradas del trimestre en este sector sería **Mistras Group**. La compañía americana ofrece soluciones de protección de activos mediante ensayos no destructivos, así como servicios de ingeniería o de acceso y mantenimiento de maquinaria. Se trata, por tanto, de una compañía con productos y servicios similares a los de esta pata de negocio de la española **Applus Services**. Dos factores explican por qué ha surgido una oportunidad de inversión en **Mistras Group**. Por un lado, la compañía incrementó ostensiblemente su endeudamiento en los años 2017 y 2018, para financiar importantes adquisiciones en los sectores de petróleo y gas y aeroespacial. La crisis que vivieron ambos sectores, posteriormente, acrecentada por el impacto de la pandemia del coronavirus, puso a **Mistras Group** en una delicada situación financiera. Sin embargo, la renegociación puntual con los bancos en 2020, así como la paulatina recuperación de su negocio, parece haber dejado fuera de la ecuación cualquier tipo de riesgo financiera (la compañía debería terminar 2022 con una ratio de endeudamiento inferior a las 3x EBITDA). Por otro lado, **Mistras Group** cuenta con una exposición del c. 60% de sus ingresos al sector del petróleo y del gas, con lo que estaríamos invirtiendo en un momento en el que esta división debería empezar a mostrar una importante recuperación en su rentabilidad y generación de caja. Con todo, pensamos que **Mistras Group** debería ser capaz de generar 30 millones de dólares anuales, lo que le permitiría cotizar en el entorno de las 8x su flujo de caja libre en tres años. Sin duda, una valoración muy atractiva para un negocio que debería ser capaz de generar retornos sobre el capital empleado cercanos al 15% en un contexto de ciclo más normalizado.

En cuanto a **Cool Company**, se trata como vimos antes de una escisión de este negocio realizada por la compañía **Golar LNG**, mediante la constitución de este

vehículo cotizado, controlado en un 38% por Eastern Pacific Shipping y en un 31% por la propia **Golar LNG**. La compañía es dueña y opera una flota joven (alrededor de siete años) de barcos de gas natural licuado. Por tanto, es una empresa que nos da una exposición directa a las dinámicas del gas natural y, en concreto, al tensionamiento que este sector está viviendo los últimos meses por los motivos que ya hemos destacado anteriormente y que están llevando a un sustancial incremento de la demanda de gas natural licuado, procedente de países exportadores como Estados Unidos, Australia o Catar. Adicionalmente, pensamos que el mercado descuenta para la flota de **Cool Company**, a los precios actuales, unos niveles de fletes muy conservadores para las dinámicas de demanda y oferta actuales, lo que nos parece arroja una interesante oportunidad de inversión en términos de rentabilidad y riesgos asumidos.

Por último, este trimestre retomamos (por tercera vez en alrededor de un año) nuestra inversión en la compañía productora de carbón metalúrgico **Ramaco Resources**. La caída en su cotización, sin duda derivada por los miedos a una importante recesión económica, ha generado una nueva ventana de entrada para invertir en una de las compañías del sector con mejores perspectivas para los próximos años y, además, una de las pocas con un equipo directivo totalmente alineado con los intereses de sus accionistas (los directivos y el consejo de la compañía controlan cerca del 50% del accionariado).

## OTROS

Posiciones comentadas: Gestamp Automoción (2,3%) y MBIA Inc. (1,0%)

Por último, para finalizar con el repaso a los principales movimientos producidos en el fondo, nos queda por comentar las entradas en cartera de la compañía española **Gestamp Automoción** ("Gestamp") y de **MBIA Inc.**

Como sabe, nuestro fondo Horos Value Internacional recoge las mejores ideas que Alejandro, Miguel y yo somos capaces de encontrar en cada momento, por lo que es lógico que encontremos las inversiones más atractivas de la cartera ibérica en nuestro fondo global. Por este motivo, acabamos de incorporar a **Gestamp** en cartera. La compañía se dedica a la fabricación de piezas para el sector de la automoción, especialmente piezas de carrocería (líder global) y de chasis (tercer fabricante). Una parte importante de las ventas de **Gestamp** se corresponden con el proceso de fabricación de estampación en caliente, una tecnología que mejora las propiedades de las piezas en términos de peso y de resistencia frente a la estampación en frío, lo que le permite a la compañía crecer orgánicamente por encima del sector. Por otro lado, **Gestamp** es una compañía con un accionariado

controlado por la familia Riberas que, además, ha aprovechado la debilidad de la cotización para incrementar su participación hasta c. 60,5%. Este movimiento demuestra la confianza del equipo directivo en las perspectivas futuras de la compañía y, además, incrementa aún más su alineación de intereses con el resto de los accionistas. La fuerte corrección de sectores cíclicos, como el de **Gestamp**, ha situado a la compañía en una valoración muy atractiva que, sin duda, justifica su entrada en Horos Value Internacional.

Por su parte, **MBIA Inc.** es una entidad financiera que ya hemos tenido recientemente en cartera y que hemos vuelto a incorporar tras su reciente corrección bursátil. Pensamos que las incertidumbres asociadas a la reestructuración de la deuda de Puerto Rico ya son "residuales" y que el objetivo del equipo directivo de vender la compañía puede estar más cerca de cumplirse, por lo que el margen de seguridad de la inversión se ha incrementado.

## HOROS VALUE IBERIA

### Reducciones/salidas:

#### OTROS

Posiciones comentadas: Merlin Properties SOCIMI (5,4%), Sonae (3,8%), Acerinox (2,2%) y Greenalia (vendida)

En este segundo trimestre de 2022, Horos Value Iberia ha tenido una salida en su cartera. En concreto, hemos desinvertido toda nuestra posición en la compañía de energías renovables **Greenalia**. El motivo no es otro que la OPA lanzada por sus principales accionistas (el consejero delegado, Manuel García, y el presidente, José María Castellano). Aunque contentos con la rentabilidad anualizada de esta inversión, no podemos dejar de sentirnos algo decepcionados por este movimiento, ya que la valoración del precio ofertado no recoge el potencial de los futuros proyectos de la compañía.

Por otro lado, hemos procedido a reducir nuestras inversiones en la SOCIMI **Merlin Properties** y en el holding portugués **Sonae**, tras el buen comportamiento relativo de ambas compañías frente al resto de oportunidades presentes en cartera. Así mismo, hemos decidido no incrementar nuestra inversión en **Acerinox** con las caídas, dado el peor comportamiento relativo de su comparable **Aperam**, donde sí hemos procedido a aumentar nuestra exposición en el trimestre.

## Incrementos/entradas:

### MATERIAS PRIMAS (8,0%)

Posiciones comentadas: Aperam (3.5%)

Como acabamos de destacar, hemos procedido a incrementar nuestra inversión en la compañía productora de acero inoxidable **Aperam**, tras su importante corrección bursátil en el periodo. Aunque compartimos los temores a una recesión económica global, la realidad es que la compañía se encuentra en una posición de negocio y financiera envidiable, lo que le va a permitir generar este año un flujo de caja libre récord. Aun asumiendo una (esperable) reducción en sus flujos generados los próximos años, pensamos que los niveles actuales de precios recogen una caída exagerada en los ingresos y/o rentabilidad operativa de su negocio. Además, hablamos de una compañía excelentemente gestionada, con una histórica capacidad para sorprender al alza en sus márgenes, con acertadas adquisiciones de otras entidades y, adicionalmente, una atractiva política de retribución para sus accionistas. Por último, el margen de seguridad de la inversión nos parece muy elevado, al estar invirtiendo en **Aperam** por c. 4,5x su flujo de caja libre normalizado de 2024.

### CONSUMO DEFENSIVO (7,7%)

Posiciones comentadas: Vidrala (2,0%)

En cuanto a incorporaciones a la cartera, este trimestre ha entrado **Vidrala** en nuestro fondo ibérico. Hablamos de una compañía en la que ya estuvimos invertidos varios años en nuestra anterior etapa profesional. Tras un largo periodo cotizando a múltiplos muy exigentes, la compañía vuelve a encontrarse en niveles de valoración atractivos, tras las recientes caídas.

**Vidrala** es uno de los principales productores de envases de vidrio en Europa Occidental, merced a una excelente gestión de capital, que la ha llevado a realizar dos adquisiciones de relevante tamaño los últimos siete años. En concreto, la compra del grupo Encirc (Reino Unido) en 2015 o Santos Barosa (Portugal) en 2017. Vidrala está controlada al c. 40% por la familia Delclaux y otros accionistas históricos, alineando todas las decisiones del consejo con las del resto de accionistas y caracterizándose siempre por un continua búsqueda de la excelencia operativa (lo que se traduce en márgenes operativos y conversión en caja superiores a los del sector), un endeudamiento controlado y una atractiva remuneración a los accionistas (sin duda, en todo ello ha tenido mucho que ver su brillante director financiero, Raúl Gómez).

¿Por qué surge, entonces, la oportunidad de inversión en estos momentos? Por el fuerte incremento en los precios del gas y de la electricidad a finales de 2021 y en este 2022, ya que estos costes suponen entre el 20% y el 25% de los costes totales de la fabricación de envases de vidrio. El mercado está asumiendo que **Vidrala** va a permanecer muchos años con rentabilidades deprimidas por este motivo. Sin embargo, pensamos que serán capaces de trasladar (al igual que el resto del sector), en gran medida, estos costes al cliente final, lo que les permitirá ir recuperando niveles de rentabilidad más cercanos a los de los últimos años, lo que justificaría una inversión en la compañía a los precios a los que cotiza.

## Actualidad

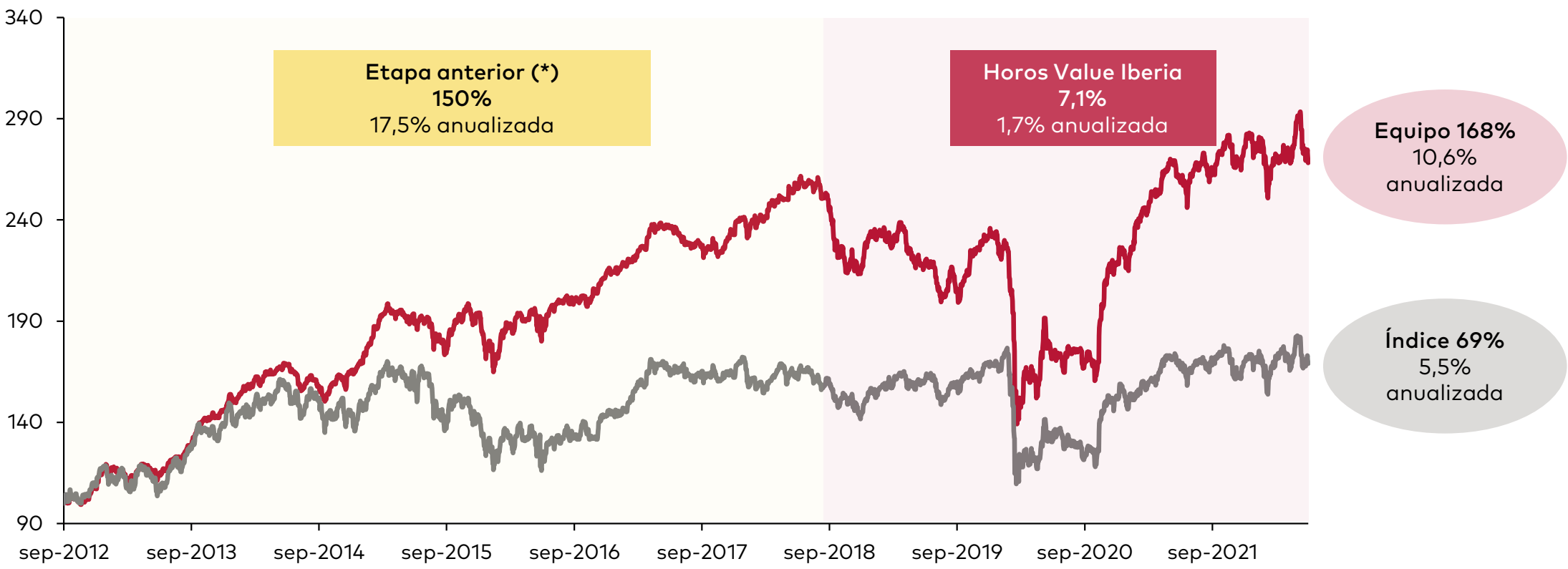
En cuanto a la actualidad de Horos, me gustaría destacar que Miguel recogió, en representación del equipo gestor, el premio que **elEconomista** otorgó a Horos Value Iberia como mejor fondo de bolsa española de gestión activa (ver [aquí](#)). Un premio que nos llena de satisfacción, al tratarse del primero que recogemos en Horos y que se une a los que este equipo gestor recibió, en su anterior etapa profesional, a manos de Citywire (2016) como mejores gestores de renta variable España y como mejor fondo de inversión en renta variable España (2015 y 2016), por Expansión-Allfunds y elEconomista-Morningstar.

Adicionalmente, el periodista Rubén Escudero (**Invertia-El Español**) se hizo eco del décimo aniversario que cumplimos como equipo gestor, dedicándonos un cariñoso artículo que destaca algunos de nuestros hitos en este periodo (ver [aquí](#)). Por otro lado, tuve el placer de colaborar, nuevamente, con la casa **Value School**. En esta ocasión, para charlar sobre la figura de Charlie Munger y el libro "El Tao de Charlie Munger" (ver [aquí](#)). Así mismo, Alejandro y Miguel realizaron un webinar para el portal financiero Rankia, en el que explicaron los principales movimientos de nuestras carteras en el semestre (ver [aquí](#)). Por último, José María, nuestro consejero delegado, realizó la siguiente entrevista para la sección "Área Financiera" de la emisora **Radio Decisión** (ver [aquí](#)).



# Rentabilidades

## Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia ibérica

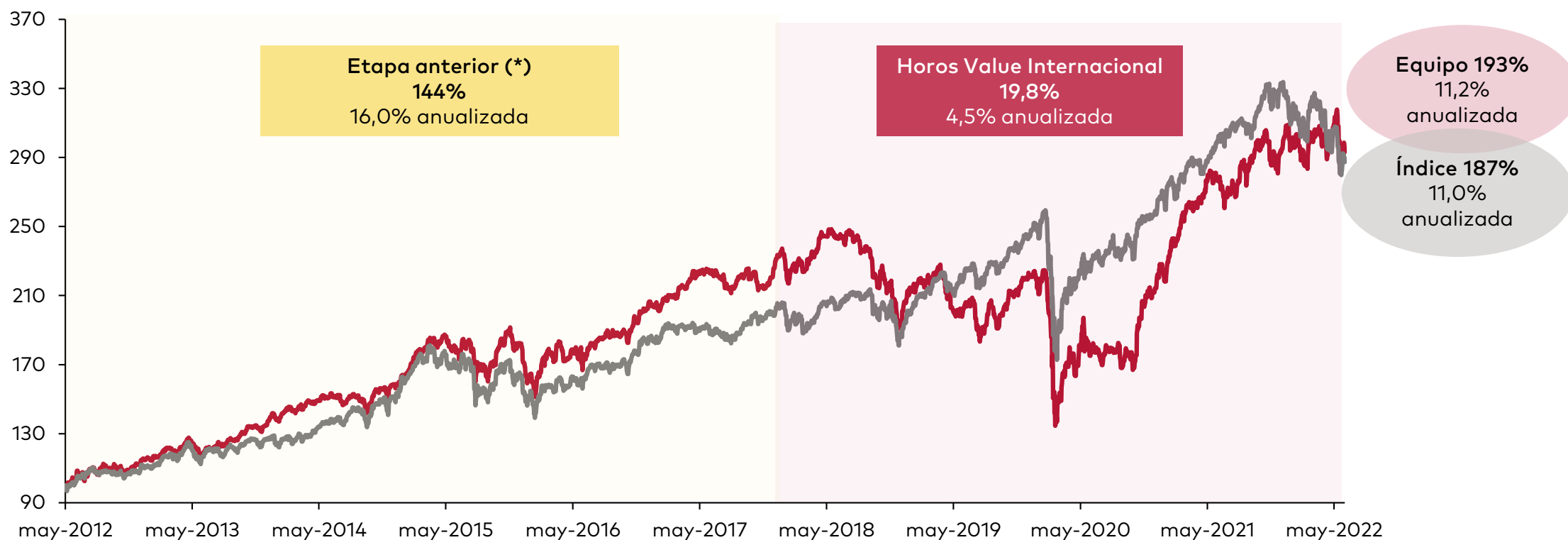


Los datos engloban el periodo 30 de septiembre de 2012 a 30 de junio de 2022.

Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de septiembre de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

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)



Los datos engloban el periodo 31 de mayo de 2012 a 30 de junio de 2022.

Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de mayo de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

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

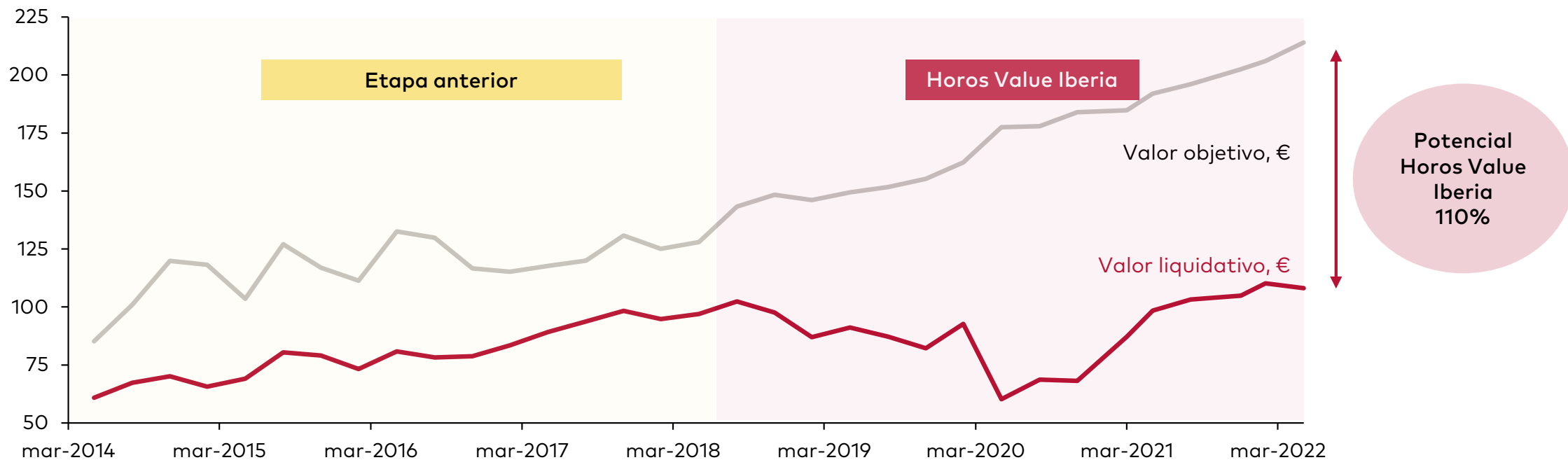
<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Semapa	7,8%	Financiero
Catalana Occidente	7,7%	Financiero
Horos Value Internacional	6,3%	Financiero
Merlin Properties	5,4%	Inmobiliario y construcción
Iberpapel	5,0%	Industrial
Gestamp	4,6%	Industrial
Elecnor	4,4%	Industrial
Sonae SGPS	3,8%	Distribución
Ibersol	3,8%	Consumo defensivo
Renta Corporación	3,8%	Inmobiliario y construcción

**Top 10 posiciones**  
Horos Value Internacional

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Naspers	7,3%	TMT
Semapa	4,8%	Financiero
Catalana Occidente	4,6%	Financiero
Aercap Holdings	4,3%	Financiero
Sun Hung Kai And Co	4,0%	Financiero
Fairfax India	4,0%	Financiero
CIR	3,7%	Financiero
Spartan Delta	3,5%	Materias primas
BMW	3,3%	Consumo cíclico
Teekay Corp.	3,1%	Petróleo y gas

# Valor objetivo

## Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



Potencial  
Horos Value  
Iberia  
110%

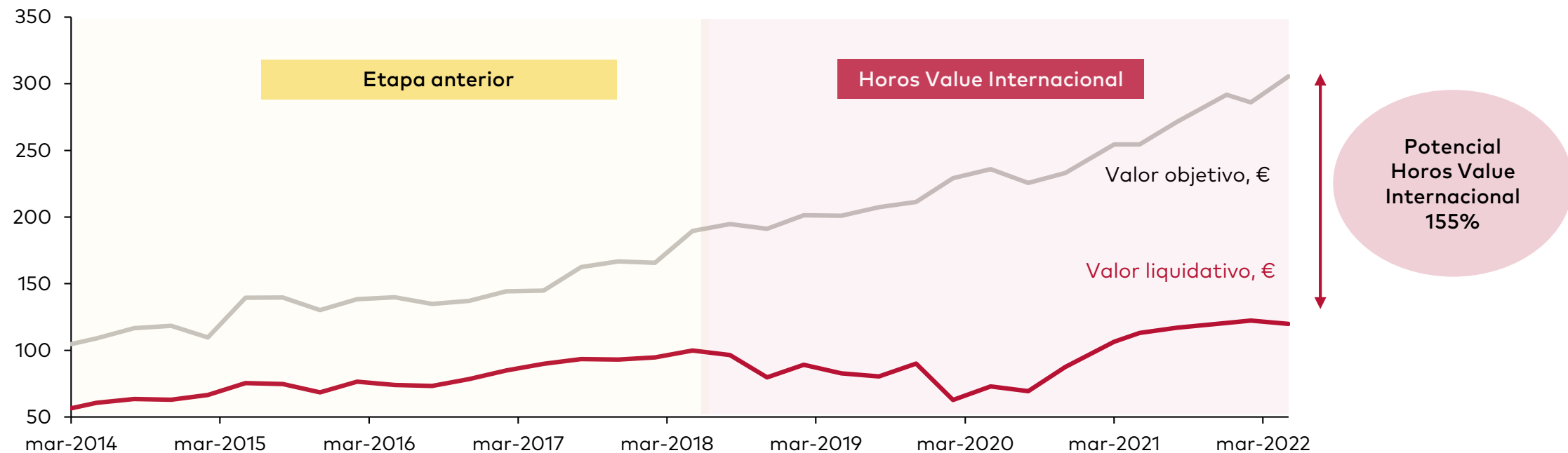
Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 30 de junio de 2022.

Los datos "etapa anterior" corresponden al periodo en el que equipo gestor de Horos trabajó en otra gestora de fondos de inversión diferente. Para su cálculo se han utilizado las rentabilidades de ese periodo y, como base para la obtención del valor liquidativo simulado de esa etapa, el valor liquidativo de Horos Value Iberia del 23 de mayo de 2018, momento en el que se incorpora al proyecto el equipo gestor.

Para el cálculo del valor objetivo 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.

# Valor objetivo

## Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 30 de junio de 2022.

Los datos "etapa anterior" corresponden al periodo en el que equipo gestor de Horos trabajó en otra gestora de fondos de inversión diferente. Para su cálculo se han utilizado las rentabilidades de ese periodo y, como base para la obtención del valor liquidativo simulado de esa etapa, el valor liquidativo de Horos Value Internacional del 23 de mayo de 2018, momento en el que se incorpora al proyecto el equipo gestor.

Para el cálculo del valor objetivo 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.