

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

JULIO 2023

JULIO 2023

Estimado co-inversor,

En Horos estamos de enhorabuena porque, en este momento, la práctica totalidad de nuestros más de 3.000 partícipes consiguen rentabilidades positivas con sus inversiones en nuestros fondos de inversión y plan de pensiones. Un hito que demuestra que nuestro proceso de inversión sigue dando sus frutos, como también recoge el 236% y el 185% que este equipo gestor ha generado desde 2012: un 11,5% anualizado en la estrategia internacional y un 10,2% en la estrategia ibérica, superando en ambos casos a sus índices de referencia.¹ Sin embargo, nuestra satisfacción es aún mayor sabiendo que los potenciales de nuestras carteras siguen situándose en niveles históricamente muy elevados. Dicho de otra manera, si nuestro trabajo de análisis ha sido correcto, las rentabilidades que podemos esperar como partícipes los próximos años serán también muy satisfactorias.

Este 2023 se está caracterizando por una subida generalizada de los mercados de renta variable. En este favorable entorno, nuestros fondos han presentado también un positivo comportamiento, con subidas del 8,5% en el caso de Horos Value Internacional (frente al 11,5% de su índice comparable) y del 8,9% para Horos Value Iberia (frente al 15,8% de su índice de referencia) en los primeros seis meses del año. Sin embargo, estos ascensos de 2023 son aún más acusados en el caso concreto del índice tecnológico NASDAQ-100, con una rentabilidad que ronda el 45% y, lo que es más preocupante, acompañada por una expansión en su valoración muy importante. Creemos que esta expansión está siendo causada, en gran medida, por las expectativas que la comunidad inversora ha puesto en el despliegue futuro de la inteligencia artificial. Por ello, dedicaremos esta carta a explicar qué está sucediendo y qué riesgos contemplamos a futuro para el sector y este mercado.

Como siempre, muchas gracias por su confianza.

Reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones

¹ 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

Hay personas que se hacen ricas estudiando la inteligencia artificial. Yo me hago rico estudiando la estupidez natural.

— Carl Icahn

¿Suenan tambores de una potencial burbuja en el sector tecnológico? No lo podemos asegurar con certeza. Sin embargo, hay motivos para la inquietud en el comportamiento bursátil de algunas de las compañías más importantes de esta industria. El pistoletazo de salida que ha supuesto el lanzamiento de ChatGPT, por la empresa **OpenAI**, para el despliegue de la inteligencia artificial generativa, ha supuesto un (preocupante) impulso bursátil en el sector y, más en concreto, en las compañías bautizadas como "siete magníficas". Desde Horos, no pretendemos etiquetar este comportamiento como burbuja, ni tampoco dilucidar si sus valoraciones están o no justificadas. No es nuestro juego. Sin embargo, pensamos que es importante entender las dinámicas que se esconden detrás de esta evolución, así como los potenciales riesgos que el mercado parece ignorar en estos momentos. A ello dedicaremos la presente carta trimestral.

Adicionalmente, como es habitual, comentaremos los movimientos más significativos que se han producido en nuestros fondos. Entre otros, podemos destacar que en Horos Value Internacional hemos vendido nuestra posición en la compañía de ensayos, inspección y certificación **Applus Services**, tras la OPA recibida por el grupo Apollo, y en la empresa de concesionarios de automóviles **Vertu Motors**. A su vez, hemos invertido en la compañía financiera italiana **Azimut Holding** y reinvertido, solo un trimestre después de nuestra salida, en la compañía de servicios de datos para la industria del petróleo y del gas **TGS**. Por su parte, en Horos Value Iberia hemos desinvertido la totalidad de nuestra posición en **Applus Services**, por la OPA ya comentada, y no hemos incorporado ninguna inversión nueva a la cartera.

La venganza de la tecnología

Muy cuidadoso debes ser al percibir el futuro, Anakin. El miedo a la pérdida, un camino hacia el lado oscuro es.

— Maestro Yoda (“Star Wars: La Venganza de los Sith”)

Frente a un 2022 que calificamos, en su momento, como *annus horribilis* para el conjunto de los mercados (ver [aquí](#)), así como un primer trimestre de 2023 en el que la rápida subida de tipos de interés de los bancos centrales estaba llevándose por delante parte del sistema bancario americano y europeo (ver [aquí](#)), nos topamos hoy con unas rentabilidades que, en la mayoría de los principales índices bursátiles del mundo, desafían el consecuente negativismo que nos acompaña desde hace más de año y medio. De esta manera, sin pretender ser exhaustivo, en el momento que escribo estas líneas, la rentabilidad acumulada este año del Standard & Poor’s 500 de Estados Unidos alcanza el 19%, mientras que la de algunos de sus homólogos europeos (DAX alemán, CAC-40 francés o Ibex-35 español, por ejemplo) ronda o supera el 15%. Por su parte, en el continente asiático, el índice japonés Nikkei se une a las alegrías y acumula un 25% de rentabilidad (15% si la calculamos en euros), en contraste con la Bolsa de Hong Kong, que arroja caídas de aproximadamente un -5% en el periodo, posiblemente explicadas por una economía china que no acaba de digerir su crisis inmobiliaria. Por tanto, un año que, de cerrar en estos niveles y con la excepción de Hong Kong, podríamos considerar muy satisfactorio en cuanto a rentabilidades se refiere.

Sin embargo, no es la evolución de estos índices la que nos llama especialmente la atención. A fin de cuentas, no son ascensos que uno pueda tachar de desorbitados. Lo que nos sorprende (¿preocupa?) es el comportamiento de otra clase de activos vinculados, directa o indirectamente, a la tecnología. Sin ir más lejos, el principal índice tecnológico del mundo, el NASDAQ-100, atesora este 2023 alrededor de un 43% de rentabilidad. **Un ascenso que no se veía para este mercado desde la burbuja de las puntocom de finales de los 90.**² ¿A qué se debe este comportamiento? ¿Qué justifica esta fuerte recuperación bursátil y, en especial, de aquellos activos más relacionados con la tecnología?

Desde luego, si hubiésemos apostado a primeros de año sobre la rentabilidad que podría alcanzar el NASDAQ-100 a estas alturas de 2023, habríamos perdido todo nuestro dinero con absoluta certeza. Afortunadamente, Alejandro, Miguel y yo no perdemos ni un solo segundo tratando de predecir el devenir de los mercados.

² Bianco, J. [@biancoresearch]. (3 de julio de 2023). *The NASDAQ-100 is off to its best start to a year since at least 1999, when total return data began.* Twitter. <https://twitter.com/biancoresearch/status/1675894182894764034>

Sencillamente, pensamos que ese es un ejercicio fútil, por lo que centramos todos nuestros esfuerzos en adquirir compañías que, tras un exhaustivo análisis, cumplan nuestros principios de inversión. Ahora bien, esto no es óbice para que intentemos comprender las dinámicas que puedan estar detrás de la evolución y valoración de los distintos activos, ya que podemos extraer conclusiones muy valiosas para nuestra toma de decisiones.

En el caso que nos ocupa, sabiendo que hay un sinfín de otros factores que pueden estar también influyendo, pensamos que hay dos narrativas que están impulsando a los mercados y, en especial, al NASDAQ-100 y otras compañías de perfil tecnológico. La primera de ellas sería las expectativas sobre la futura evolución de los **tipos de interés**. Ya explicamos hace varios trimestres cómo la elevada inflación había despertado a los bancos centrales del que parecía un interminable letargo, obligándolos a subir los tipos de interés de manera acelerada para intentar evitar su descontrol y cómo afectaba esta alza de tipos a la valoración de los activos financieros (ver [aquí](#)). Pues bien, desde hace unos meses, especialmente tras el colapso del **Silicon Valley Bank** y otros bancos regionales americanos, así como una inflación menos acusada (aunque todavía elevada), el mercado parece apostar por un cercano techo en las alzas de los tipos de interés. **Si las expectativas de subida de tipos había sido un factor relevante en las caídas de los mercados de 2022, podemos presuponer que están también jugando algún papel en las alzas generalizadas de este 2023.**

Los tipos de interés actúan como la fuerza de la gravedad, manteniendo todo en su lugar.³

Dicho esto, los banqueros centrales no parecen muy convencidos de que las alzas vayan a finalizar y, especialmente en Europa (donde el ciclo de subidas se inició más tardíamente), sus declaraciones parecen indicar que aún podría quedar algo de subida. En palabras de Christine Lagarde, presidenta del Banco Central Europeo:

(No estamos) viendo suficiente evidencia tangible de que la inflación subyacente, particularmente los precios domésticos, se esté estabilizando y cayendo.⁴

De hecho, no deja ser llamativa la evolución de la renta fija, ya que no parece estar "comprando" totalmente esta idea del fin de ciclo alcista de tipos de interés. Así,

³ Somerset, M. (14 de julio de 2022). Edward Chancellor: why interest is the force that holds everything in place. *MoneyWeek*.

⁴ Arnold, M. (28 de junio de 2023). Central bank chiefs warn interest rates will keep rising. *Financial Times*.

algunos de los bonos soberanos de Estados Unidos, Australia o Reino Unido, por ejemplo, están presentando una mala evolución este 2023, ofreciendo hoy rentabilidades incluso superiores a las de los peores momentos del pasado ejercicio.⁵ Ahora bien, insisto en que desde Horos no tratamos de predecir qué escenario va a materializarse finalmente. No afecta en nada a nuestra forma de invertir. Sin embargo, nos ayuda a comprender mejor ciertos comportamientos de las compañías cotizadas y a dilucidar si sus valoraciones pueden responder a motivos fundamentales intrínsecos a su negocio o de otra índole.

La expectativa (correcta o no) sobre la futura evolución de los tipos de interés podría explicar, como decimos, esta recuperación generalizada de los mercados. No obstante, ¿hasta qué punto pueden justificar el extraordinario comportamiento del NASDAQ-100? Como decía, hay otro catalizador que, en esto sí que no creo que existan dudas, está contribuyendo a aupar los valores tecnológicos: la **inteligencia artificial** y, más en particular, el lanzamiento de un *chatbot* que promete revolucionar el mundo.

El dilema del innovador

Google gana más dinero en Windows que todo Microsoft.

— Satya Nadella (consejero delegado de Microsoft)

30 de noviembre de 2022. Ese día, el despliegue de la inteligencia artificial vivió un punto de inflexión que alterará, para siempre, el paradigma de nuestra comunicación con las máquinas. O quizás no y, en realidad, estemos “sólo” presenciando el inicio de un potencial gran salto en la productividad de muchas industrias (con todo lo que eso conlleva). O, a lo mejor, tampoco se trate de eso y todo este aluvión de anuncios que se han producido, desde ese momento, no sean más que una moda pasajera que terminará tan pronto como vino. Sea como fuere, **el lanzamiento de ChatGPT por la empresa OpenAI** (cofundada por Sam Altman, actual consejero delegado, y Elon Musk en 2015) **ha desatado un sinfín de reacciones en las empresas tecnológicas del mundo entero**, así como en sus cotizaciones, imposibles de ignorar.⁶ Pero ¿qué es exactamente ChatGPT? Básicamente, tratando de no meterme en camisa de once varas, se trata de una herramienta de procesamiento del lenguaje natural (Gran Modelo de Lenguaje o, LLM, por sus siglas en inglés) alimentada por la inteligencia artificial y, como muchos ya habrán comprobado, capaz de mantener conversaciones por escrito

⁵ Reynolds, G. (6 de julio de 2023). Australian Yields Spike to Join Global Push Toward 2022 Peaks. *Bloomberg*.

⁶ Elon Musk abandonaría la empresa en 2018, supuestamente por disputas sobre el control y dirección de esta.

como si de un humano se tratase.⁷ No sólo eso, este software bate, en muchos aspectos, a los tradicionales buscadores de internet, al generar respuestas más elaboradas en base a toda la información a la que puede acceder y procesar de la red.

Por supuesto, si hay una gran compañía tecnológica que podría sentirse inquietada por la aparición de ChatGPT es, sin duda, el holding tecnológico **Alphabet**, cuya mayor fuente de beneficios proviene de los ingresos de publicidad generados por su buscador de internet Google. En especial, cuando en enero de este año, el gigante de software **Microsoft** (no olvidemos que cuenta con una capitalización bursátil muy superior a la de **Alphabet**) confirmó que iba a invertir varios miles de millones de dólares en **OpenAI** y a implementar esta herramienta en toda su gama de productos.⁸ Desde luego, podría ser que, después de muchos años de total irrelevancia en cuanto a motores de búsqueda se refiere, **Microsoft** haya localizado, por fin, un resquicio sobre el que su buscador Bing amenace al lucrativo negocio de Google. De un día para otro, uno de los mejores negocios del mundo parecía abatible y la prensa especializada no cesó, día sí, día también, de especular sobre su futuro. De hecho, el propio consejero delegado de **Microsoft**, Satya Nadella, tardó poco tiempo en hacer acto de presencia en distintos medios, para adelantar que estaba dispuesto a dejar de ganar dinero con el modelo de negocio actual de su buscador Bing, con tal de poder tener una oportunidad de arañar parte del pastel de Google.⁹ Para comprender mejor el incentivo que tiene Nadella de jugar esta baza, sirva de dato que, según algunas estimaciones, el buscador de **Alphabet** ostenta una cuota de mercado global del 93%, frente al 3% de Bing.¹⁰

Espero que, con nuestra innovación, tengan que salir y demostrar que pueden bailar. Quiero que la gente sepa que nosotros les hicimos bailar.¹¹

Pronto se hizo evidente que no todo era ruido mediático o un intento de Nadella de justificar su millonaria inversión en ChatGPT. Al poco tiempo de anunciarse el lanzamiento de la herramienta de **OpenAI**, se filtró a la prensa que el equipo directivo de **Alphabet** había activado un "código rojo" a nivel interno.¹² No solo eso,

⁷ Hao, K. (16 de mayo de 2023). What Is ChatGPT? What to Know About the AI Chatbot. *The Wall Street Journal*.

⁸ Waters, R. y Kinder, T. (16 de enero de 2023). Microsoft's \$10bn bet on ChatGPT developer marks new era of AI. *Financial Times*; Dotan, T. (16 de marzo de 2023). Microsoft Adds the Tech Behind ChatGPT to Its Business Software. *The Wall Street Journal*.

⁹ Waters, R. y Murgia, M. (8 de febrero de 2023). Microsoft targets Google's search dominance with AI-powered Bing. *Financial Times*.

¹⁰ *Idem*.

¹¹ Bove, T. (10 de febrero de 2023). Microsoft CEO Satya Nadella says he hopes Google is ready to compete when it comes to A.I. search: 'I want people to know that we made them dance'. *Fortune*.

¹² Grant, N. y Metz, C. (21 de diciembre de 2022). A New Chat Bot Is a 'Code Red' for Google's Search Business. *The New York Times*.

sino que también habían pedido a Larry Page y a Sergey Brin, sus carismáticos fundadores ya "retirados", asesoramiento para combatir esta potencial amenaza.¹³ Todo este diluvio de noticias propició cierta presión sobre la cotización de **Alphabet**, ante el temor de que la compañía estuviera enfrentándose a lo que se conoce como el "dilema del innovador". Este término, acuñado por el malogrado Clayton Christensen, hace referencia a la incapacidad que muchas compañías líderes de un sector muestran a la hora de hacer frente a la aparición de nuevas innovaciones disruptivas.¹⁴ En esencia, estas novedosas innovaciones no parecen inicialmente una amenaza tan seria, ya que, generalmente, satisfacen un mercado de menor tamaño y rentabilidad, lo que desincentiva una significativa reacción de la empresa incumbente. Sin embargo, el riesgo está en que estos nuevos productos o servicios comiencen a ganar tracción y la empresa líder sufra una parálisis, ya que adoptar la nueva innovación acarrearía reducir sus márgenes actuales y, en los casos más drásticos, tener que inventarse de nuevo.

Aunque todos los directivos de las grandes empresas tecnológicas asegurarían que están capacitados para dar este paso de *autodisrupción*, la realidad suele ser muy diferente. Pensemos en la propia **Microsoft**, la entidad que hoy pretende romper con la tradicional forma de buscar información en internet. Como su propio consejero delegado suele comentar, la compañía ya se ha enfrentado en dos ocasiones al dilema del innovador. Primero, cuando **Microsoft**, bajo el liderazgo de Steve Ballmer, no supo reinventarse ante la llegada de los dispositivos móviles inteligentes (en esa ocasión, fue **Google** el que aprovechó la parálisis de **Microsoft** para hacerse con el mercado de software para dispositivos móviles con su Android) y, segundo, cuando Nadella sí supo apostar exitosamente el futuro de la compañía al desarrollo de la nube.

*Nos hemos enfrentado a algunos (cambios de paradigma) muy duros. Los últimos serían el móvil y la nube. Nos aprovechamos de uno y nos perdimos el otro.*¹⁵

O recordemos también el caso de **Apple**, hoy la compañía de mayor capitalización bursátil del mundo, cuando Steve Jobs, su idolatrado consejero delegado en aquel momento y cofundador de la compañía, apostó también el futuro de esta con el lanzamiento del revolucionario iPhone en 2007, un dispositivo que terminaría destruyendo a su producto estrella de aquellos años: el reproductor de música

¹³ Phelan, D. (23 de enero de 2023). How ChatGPT Suddenly Became Google's Code Red, Prompting Return Of Page And Brin. *Forbes*.

¹⁴ Christensen, C. (2016). *The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail (Management of Innovation and Change)*. Harvard Business Review Press.

¹⁵ Capoot, A. (7 de febrero de 2023). Microsoft CEO Nadella calls A.I.-powered search biggest thing for company since cloud 15 years ago. *CNBC*.

iPod.¹⁶ Se trató, sin duda, de un sacrificio necesario para no terminar convirtiéndose en la víctima de la futura disrupción de los dispositivos móviles inteligentes. Como decía el propio Jobs:

*Si tú no te canibalizas, alguien más lo hará.*¹⁷

¿En qué lugar terminará **Alphabet**? ¿En el lado de los paranoicos que consiguen sobrevivir, como le gustaba decir a Andrew Grove (consejero delegado de Intel durante muchos años), o en el de la mayoría de las compañías, que no consiguen ver ese momento de reinención necesario para mantener su histórica posición de liderazgo? ¹⁸ No hay respuestas sencillas ante tamaño enigma.¹⁹ Por un lado, existe la posibilidad de que ChatGPT no cause el impacto tan importante que se le presupone, por lo que una sobrerreacción podría resultar, además de innecesaria, muy costosa para **Alphabet**. Por otro lado, no es para nada descartable que estemos, efectivamente, ante un cambio de paradigma y no hacer nada termine por destruir la gallina de los huevos de oro que es hoy Google.

El equipo directivo de **Alphabet** parece preferir asumir el peor de los escenarios y no ha tardado en reaccionar. Así, a principios de febrero, Sundar Pichai (consejero delegado de **Alphabet**) anunció el lanzamiento de Bard A.I., una respuesta inicial al ChatGPT de **OpenAI** (i.e. **Microsoft**) y que, semanas después, actualizaría con nuevas capacidades.²⁰ Adicionalmente, Pichai y su equipo han decidido reestructurar sus equipos de inteligencia artificial, fusionando su histórica división Google Brain con **DeepMind**, la especial entidad londinense adquirida por Google en 2014 y famosa por el desarrollo de AphaGo (el programa que apabulló a los mejores jugadores del mundo en el juego del Go) o AphaFold (el programa capaz de predecir las estructuras tridimensionales de las proteínas). La nueva unidad se llamará Google DeepMind y estará dirigida por Demis Hassabis, el consejero delegado y cofundador de **DeepMind**, así como uno de los mayores referentes mundiales en cuanto a inteligencia artificial se refiere.²¹ ¿Darán estos movimientos su fruto? Por ahora, Hassabis, habitualmente cauto en sus declaraciones, ha prometido estar desarrollando una herramienta, llamada Gemini, que será superior a ChatGPT, al combinar la tecnología clásica de estos modelos con las capacidades

¹⁶ CNET (9 de enero de 2017). *Steve Jobs unveils the iPhone*. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=L0b3FJhDbYs>

¹⁷ Nielson, J. (21 de mayo de 2014). 10 Innovation Lessons From Steve Jobs And Apple: Story of the iPhone [And The Theory of Integrative Innovation]. *IGNITIONframework*.

¹⁸ Grove, A. (1998). *Only The Paranoid Survive*. Profile Books.

¹⁹ Waters, R. y Murgia, M. (26 de enero de 2023). How will Google solve its AI conundrum? *Financial Times*.

²⁰ Elias, J. (6 de febrero de 2023). Google announces Bard A.I. in response to ChatGPT. *CNBC*; D'Cruze, D. (13 de julio de 2023). Google Bard Big Update: The AI can now look at images, speak and even understand Hindi. *Business Today*.

²¹ Murgia, M. (28 de abril de 2023). Google's DeepMind-Brain merger: tech giant regroup for AI battle. *Financial Times*.

y técnicas de aprendizaje y resolución de problemas que están detrás de AlphaGo o de AlphaFold.²²

En definitiva, el tiempo dirá si **Microsoft** será capaz de apalancarse en ChatGPT para atacar a Google o si las medidas que está tomando **Alphabet** serán suficientes para contrarrestar esta amenaza o, incluso, salir reforzado. También está por ver el impacto que todo ello tendrá en los crecimientos y rentabilidades de ambas compañías. Sin embargo, la historia no termina ni mucho menos con la lucha de estos dos gigantes tecnológicos. ChatGPT ha despertado el interés en la inteligencia artificial a nivel mundial y ¡de qué manera!

Los siete magníficos

El peligro siempre ataca cuando todo parece tranquilo.

— Kanbei (“Los Siete Samuráis”)

Amazon, **Meta Platforms** o **Apple** no tardaron mucho en anunciar la adopción de herramientas similares de inteligencia artificial generativa en sus productos y servicios.²³ Otras compañías como **Tesla** o **Twitter**, controladas por Elon Musk, han seguido su estela, comunicando su intención de realizar algún tipo de colaboración similar a la de **Microsoft** con ChatGPT.²⁴ De hecho, Elon Musk, que no olvidemos cofundó **OpenAI**, también ha constituido una empresa de inteligencia artificial llamada **xAI** y que contará con un equipo formado en empresas punteras del campo, como **DeepMind**, **OpenAI**, **Alphabet** o **Microsoft**. La compañía se ha marcado el loable objetivo de “comprender la verdadera naturaleza del universo”.²⁵

Sin embargo, no solo los sospechosos habituales del sector tecnológico han realizado anuncios o destacado el uso actual y futuro de la inteligencia artificial en su negocio. De repente, TODO el mundo cuenta con recursos de inteligencia artificial o dice estar preparado para adoptarla. No pretendo exagerar. En las últimas presentaciones de resultados, las compañías americanas, de todos los sectores, han nombrado la inteligencia artificial en más de mil ocasiones.²⁶ Desde luego, se trata de un giro inesperado en los acontecimientos. Hasta hace no mucho

²² Knight, W. (26 de junio de 2023). Google DeepMind’s CEO Says Its Next Algorithm Will Eclipse ChatGPT. *WIRED*.

²³ (26 de mayo de 2023). Big tech and the pursuit of AI dominance. *The Economist*; Gurman, M. (19 de julio de 2023). Apple Tests ‘Apple GPT,’ Develops Generative AI Tools to Catch OpenAI. *Bloomberg*.

²⁴ Khan, A. (12 de junio de 2023). ChatGPT in Tesla: Here’s what Elon Musk has to say. *YourStory*.

²⁵ Dang, S. y Hu, K. (15 de julio de 2023). Elon Musk says xAI will examine universe, work with Twitter and Tesla. *Reuters*.

²⁶ Ryan, J. (5 de mayo de 2023). AI Is the Hot Topic on Earnings Calls This Quarter. *Bloomberg*.

la palabra más repetida por los directivos de las compañías era ESG.²⁷ Sin duda, una demostración más de la aplastante tiranía del corto plazo en los mercados y en las decisiones de la mayoría de los directivos.

Esta fiebre de la inteligencia artificial, unida a las medidas de ahorro de costes anunciados los pasados trimestres por la gran mayoría de los gigantes tecnológicos, ha generado una tormenta perfecta alcista solo vista en momentos de elevada especulación. Como destacaba al comienzo de esta carta trimestral, el NASDAQ-100 está viviendo su mejor inicio bursátil desde la burbuja de las puntocom. ¿Los culpables? Siete compañías que la comunidad inversora, ávida siempre de buscar etiquetas pegadizas, ha bautizado como los siete magníficos. **Alphabet** (+40% en el año), **Microsoft** (+50%), **Amazon** (+55%), **Apple** (+55%), **Meta Platforms** (+150%), **Tesla** (+170%) y, la nueva niña bonita del sector, **Nvidia** (+250%) son las principales responsables de este extraordinario comportamiento. ¿Hasta qué punto han contribuido a la excelente evolución del conjunto de los mercados? Según algunos análisis, la bolsa americana prácticamente no estaría presentando ninguna revalorización este 2023 de no ser por estas siete compañías. De hecho, estamos viviendo hoy el mercado alcista de la bolsa americana con menor porcentaje de compañías haciéndolo mejor que el índice Standard & Poors 500 que se haya visto en décadas.²⁸ Si la historia sirve de guía, esta anomalía suele traer malas noticias. No solo eso, prácticamente la mitad de la revalorización del índice de acciones globales MSCI All-Country World respondería a la explosión alcista de estos siete magníficos.²⁹

No vamos a valorar desde aquí si este comportamiento está o no justificado. Tampoco creo que debamos entrar en el calificativo fácil de burbuja tan rápidamente. A decir verdad, aunque ya de manera más residual, mantenemos aún nuestra inversión en **Alphabet** a través de Horos Value Internacional. Ahora bien, que no vayamos a calificar esta evolución de burbuja no quiere decir que no veamos signos que invitan a la cautela. Por un lado, estas entidades han visto, fruto de su gran ascenso, cómo su ponderación en el índice Standard & Poors 500 americano superaba recientemente el 28%, estando más del 14,5% en el haber de solo dos nombres: **Apple** y **Microsoft**.³⁰ Un nivel similar al que alcanzaron justo antes de la debacle bursátil de 2022. Por supuesto, uno puede también extraer sus conclusiones sobre qué implicaciones podría tener esto para el índice americano. Por otro lado, las expectativas que la comunidad inversora ha puesto en estas compañías, así como el efecto llamada que suelen generar las narrativas

²⁷ Tracy (Chi) [@chigr]. (18 de junio de 2023). *Number of companies citing "ESG" on earnings calls*. Twitter. <https://twitter.com/chigr/status/1670460674533736448?s=20>

²⁸ (Julio de 2023). *Bad breadth usually mean reverts*. BofA US Equity & Quant Strategy.

²⁹ (Julio de 2023). *Rates, recessions and robots*. Rothschild&Co.

³⁰ (Junio de 2023). *The Magnificent Seven Bubble*. BofA Global Investment Strategy.

imperantes del momento, han llevado a una entrada masiva de flujos de dinero hacia el sector tecnológico, en detrimento del resto de sectores. Para muestra, un botón: en junio de este año esta industria vivió la mayor entrada semanal de flujos de su historia.³¹ ¿Volveremos a vivir una gran divergencia como la que padecemos en los años 2018-2020? (ver [aquí](#)).

Como no puede ser de otra manera, esta excelente evolución ha llevado pareja una expansión en los múltiplos a los que cotizan estas compañías. Así, mientras que la bolsa americana en su conjunto está hoy valorada a niveles similares a su promedio de los últimos diez años, las compañías tecnológicas cotizan en niveles muy superiores. Por supuesto, el crecimiento futuro de los flujos de caja libre que generen estas compañías determinará si las actuales valoraciones están o no justificadas. Es indudable que, compañías como **Nvidia**, se van a ver muy beneficiadas por la teórica explosión de la inteligencia artificial, ya que es el fabricante de los chips más demandados para este mercado.

La inteligencia artificial generativa está guiando el crecimiento exponencial en las necesidades de la computación y una rápida transición hacia la computación acelerada de Nvidia.³²

Ahora bien, ¿justifica su futuro crecimiento una valoración cercana a las 50x sus ventas o de más de 200x sus beneficios? Lo desconocemos. No es nuestro juego. Sin embargo, sí tenemos claro que hablar de **Nvidia** nos conduce irremediablemente a formularnos preguntas "incómodas" a muchos niveles. Por ejemplo, ¿hasta qué punto es un riesgo que el mayor fabricante de chips de **Nvidia** (la compañía diseña los chips) y del resto de empresas del sector sea **TSMC**, la empresa más importante del país que más preocupa geopolíticamente desde hace años (Taiwán)? O, también, ¿cómo puede afectar la lucha de poderes entre Estados Unidos y China a toda la industria tecnológica y al despliegue potencial de la inteligencia artificial? Obviamente, no tenemos respuesta a ninguna de estas preguntas, pero sí nos hacen pensar que existe una excesiva complacencia en la valoración de algunas de estas compañías.

Con total sinceridad, no tengo ni idea de cómo valorar Nvidia.³³

³¹ (2 de junio de 2023). Tech shares see biggest-ever weekly inflow on AI boom, Bank of America says. *Reuters*.

³² Starks, R. (21 de junio de 2023). How Nvidia Is Using Generative AI to Accelerate Its Growth. *The Motley Fool*.

³³ Daily Chartbook [@dailychartbook]. (28 de junio de 2023). "I'll be totally honest that I've absolutely no idea how to value Nvidia." *Jim Reid, Deutsche Bank*. Twitter.

<https://twitter.com/dailychartbook/status/1674121189969612802>

Por supuesto, al mencionar a China, uno puede preguntarse cómo está reaccionando este país al boom de la inteligencia artificial de estos meses. Como inversores en algunas de sus compañías punteras, merece la pena que dediquemos unas líneas a analizarlo.

¿La próxima Gran Guerra?

La complejidad y severidad de los problemas de seguridad nacional que afronta nuestro país se ha incrementado dramáticamente.

— Xi Jinping

Ya tuvimos la oportunidad de destacar hace años, cuando expusimos nuestra tesis de inversión en **Tencent Holdings** ("Tencent") a través del holding sudafricano **Naspers**, el papel que China quería jugar en el campo de la inteligencia artificial a nivel mundial (ver [aquí](#)). Como resumen rápido, el gigante asiático se marcó en 2017 el objetivo de ser la mayor potencia mundial para el año 2030. ¿Está consiguiendo cumplir con este ambicioso plan? Como suele decirse, aún queda mucha tela por cortar hasta que terminemos esta década. Por ahora, China cuenta con motivos para el optimismo, pero también con importantes nubarrones (en algunos casos, autoinfligidos) en el horizonte.

Efectivamente, las empresas tecnológicas chinas hace mucho tiempo que dejaron de dedicarse a copiar los productos y negocios de las compañías americanas, para ganarse su propio lugar como entidades innovadoras e, incluso, ser referentes para los negocios tecnológicos occidentales. Por tanto, no es de extrañar que compañías como **Baidu** (de la que somos accionistas), con líneas de negocio similares a las de **Alphabet**, anunciase en marzo el lanzamiento de Ernie Bot, su particular versión de ChatGPT y en el que llevaba años trabajando. Tras un decepcionante debut, **Baidu** ha realizado varias actualizaciones y se atreve a afirmar que su *chatbot* es superior a ChatGPT en varios aspectos clave.³⁴ Por otro lado, un sinfín de entidades, entre las que podemos destacar **Alibaba Group**, **Tencent**, **JD.com**, **NetEase**, **Qihoo 360** o, más recientemente, **Trip.com**, han anunciado también el despliegue de este tipo de herramientas de inteligencia artificial generativa.³⁵

³⁴ Kharpal, A. (27 de junio de 2023). China's Baidu claims its Ernie Bot beats ChatGPT on key tests as A.I. race heats up. *CNBC*.

³⁵ Jiang, B., Qu, T. y Cao, A. (7 de julio de 2023). China's frenzy over ChatGPT-style services on full display at AI show despite Beijing's caution. *South China Morning Post*; Jiang, B. (18 de julio de 2023). China travel company Trip.com Group creates own AI model, Wendao, to push artificial intelligence as a tool for accurate voyage data. *South China Morning Post*.

No obstante, frente a esta ebullición de inteligencia artificial, China se está topando con tres obstáculos muy relevantes en su afán de convertirse en la primera potencia mundial. Por un lado, el país sigue inmerso en una **crisis inmobiliaria** de difícil digestión, lo que ha llevado a frenar el entusiasmo sobre su recuperación económica tras el fin a la política de "COVID cero" que durante tanto tiempo implementó el gobierno de Xi Jinping. La mala situación económica puede suponer un lastre para la captación del capital necesario para el gran despliegue que pretenden llevar a cabo. Esto ha llevado a personalidades muy relevantes, como Xia Zuoquan (milmillonario cofundador de la empresa de automóviles **BYD**), a afirmar que el actual infradesarrollo (relativo) del mercado de capitales chino, así como su gran dependencia del software y hardware proveniente de Estados Unidos, pueden ser una piedra en el camino difícil de superar.³⁶

Precisamente, la relación con Estados Unidos es otra de las variables que puede desempeñar un papel trascendental en esta nueva "carrera espacial". Como explica Chris Miller en su fabuloso libro "**Chip War**", la pieza clave de esta lucha por la supremacía tecnológica la puede tener, contra todo pronóstico, un producto tangible: el **chip**.³⁷ ¿Por qué? Porque por distintos intereses geopolíticos y circunstancias del destino, que se han concatenado a lo largo de las últimas décadas, la cadena de valor de la industria del chip se encuentra altamente concentrada, operando en muchas de sus partes como cuasimonopolio. En concreto, como ya se comentó en el apartado anterior, el mayor fabricante de chips del mundo se llama **TSMC** (Taiwan Semiconductor Manufacturing Company). Esta entidad es responsable de más del 35% de la producción mundial de chips lógicos (CPUs o GPUs, por ejemplo). Estos chips son, literalmente, los cerebros de los ordenadores, móviles o centros de datos, por citar algunos de los productos que necesitan de estos para poder mantener o incrementar su capacidad de computación.³⁸ Los cuellos de botella de los semiconductores que han vivido estos años sectores como el del automóvil, son una pequeña muestra de lo que implicaría que **TSMC** dejara de fabricar los chips diseñados por compañías como **Nvidia**, **Apple** o **AMD**, por citar algunos de los nombres más importantes de la industria. Este indiscutible liderazgo ha llevado a **TSMC** a situarse, en algunos momentos, como la empresa de mayor capitalización bursátil de todo Asia.³⁹ Empero, también, a ser el foco continuo de especulaciones por su situación geográfica, como bien le han recordado los analistas al equipo directivo en más de una ocasión:

³⁶ Shen, X. (18 de julio de 2023). Billionaire co-founder of BYD uncertain about China's ability to create breakthrough tech on par with ChatGPT. *South China Morning Post*.

³⁷ Miller, C. (2022). *Chip War: The Fight for the World's Most Critical Technology*. Simon & Schuster Ltd.

³⁸ *Idem*.

³⁹ *Idem*.

*¿Se preocupan sus clientes cuando China, de vez en cuando, amenaza con una guerra contra Taiwán? ¿Se preocupan de depender tanto de TSMC?*⁴⁰

China reclama, desde hace décadas, Taiwán como propio, por lo que el riesgo de una invasión o intento de control puede resultar fatal a todos los niveles. Sin embargo, este riesgo existe desde hace mucho tiempo. Por tanto, ¿qué puede desencadenar algún tipo de movimiento por parte de China? Sin duda, el deterioro de las **relaciones comerciales entre Estados Unidos y China** estos últimos años puede jugar un papel determinante. Las guerras arancelarias iniciadas por el anterior presidente estadounidense, Donald Trump, han ido intensificando su foco en el mundo tecnológico. En concreto, el descubrimiento de las capacidades de espionaje de las infraestructuras y productos vendidos por el gigante de las telecomunicaciones chino **Huawei Technologies** ("Huawei"), actuó como catalizador para que Estados Unidos primero y, posteriormente, un gran número de países occidentales, impusieran limitaciones o, directamente, prohibiesen cualquier tipo de relación comercial con **Huawei**.⁴¹ Las sanciones a **Huawei** fueron el inicio de otras que se extendieron al conjunto de la industria de chips, con el objetivo de limitar la venta de tecnología avanzada a China, ante el temor del incremento de sus facultades en el desarrollo de la inteligencia artificial, la computación cuántica y de misiles balísticos, entre otros.⁴²

En previsión de este posible escenario, China lleva años intentando potenciar sus recursos domésticos de fabricación y diseño de semiconductores, apoyando con subvenciones y leyes favorables a compañías como **SMIC** (Semiconductor Manufacturing International Corp.), **HiSilicon** (filial de **Huawei**), **YMTC** (Yangtze Memory Technologies Corp.) o **Biren Intelligent Technology**, la respuesta china a **Nvidia** que planea salir a cotizar en la Bolsa de Hong Kong a lo largo de este 2023, entre otros.⁴³ También potenciando la creación de varios centros tecnológicos de fabricación de chips, como los ya existentes en las ciudades de Nanjing, Wuxi o Suzhou en la provincia de Jiangsu.⁴⁴ Otras ciudades, como Shenzhen, Hefei, Hangzhou o Shanghai, están tomando medidas para potenciar el desarrollo de esta industria a nivel local.⁴⁵ Sin embargo, la cadena de valor del sector es tan dependiente y concentrada a nivel global, que no han tardado en aparecer los problemas. Por ejemplo, algunas compañías del país se están viendo con enormes

⁴⁰ (15 de julio de 2021). *Taiwan Semiconductor Manufacturing Company Limited's (TSM) CEO C. C. Wei on Q2 2021 Results - Earnings Call Transcript*. Seeking Alpha.

⁴¹ Keane, S. (30 de septiembre de 2021). Huawei ban timeline: Detained CFO makes deal with US Justice Department. *CNET*.

⁴² Hao, K. y Brinson, J. R. (23 de octubre de 2022). How U.S. Uses Supply Chain Sway to Throttle China's Chip Development. *The Wall Street Journal*.

⁴³ Cao, D. (18 de julio de 2023). China AI Chip Firm Targeting Nvidia Seeks HK IPO in 2023. *Bloomberg*.

⁴⁴ Cao, A. (12 de enero de 2023). Tech war: China's Jiangsu province offers US\$74 million a year to bolster vital semiconductor industry to counter US sanctions blow. *South China Morning Post*.

⁴⁵ *Idem*.

dificultades para abastecerse de la maquinaria de litografía necesaria para la fabricación de chips.⁴⁶

Frente a esto, al igual que ha sucedido con las sanciones a Rusia en el mercado del petróleo, China ha conseguido comerciar fuera de los círculos habituales, abasteciéndose de chips fabricados por **Nvidia** o **AMD**.⁴⁷ No solo eso, las propias compañías americanas están tomando medidas para poder seguir suministrando a este mercado asiático, tan importante para ellas.⁴⁸ Sin embargo, si las sanciones no se revierten, lo lógico es concluir que China acabará padeciendo un fuerte impacto en su desarrollo tecnológico, lo que nos lleva, nuevamente, a **TSMC**. De hecho, algunos miembros relevantes del Partido Comunista de China han dejado muy claro cómo deberían actuar si la situación no cambia:

*Debemos recuperar Taiwán, especialmente para la reconstrucción de la cadena de valor de la industria. Debemos apoderarnos de TSMC, una compañía que, originalmente, pertenecía a China.*⁴⁹

¿Se hace ahora una mejor idea de por qué la invasión de Taiwán por parte de China o, "únicamente", que se haga con el control de **TSMC**, puede ser tan desestabilizante a nivel mundial? ¿Y de su impacto, mucho más devastador, en compañías tan dependientes de TSMC, como pueden ser **Nvidia** o **Apple**? ¿Qué probabilidad está otorgando el mercado a este riesgo ahora mismo, cuando las valoraciones que han alcanzado estas compañías requieren de un enorme crecimiento futuro en sus beneficios?

Por otro lado, además de la situación económica actual de China y de su tensa relación con Estados Unidos, nos queda por comentar un tercer factor que puede autosabotear el desarrollo de la inteligencia artificial generativa en este país: la **censura**. En un país en el que el control del Partido Comunista de China sobre la opinión pública es total, existe un temor creciente a que la inteligencia artificial generativa escape a sus dominios. No es lo mismo controlar la información publicada en internet o en redes sociales, que el "pensamiento" plasmado por una herramienta similar a ChatGPT.

⁴⁶ Kubota, Y. (4 de julio de 2023). China's Chip Industry Braces for Further Sanctions With Concerns and Defiance. The Wall Street Journal.

⁴⁷ Pan, C. y Deng, I. (27 de junio de 2023). Tech war: strong demand in China for advanced chips used on AI projects creates growing market for smuggled Nvidia GPUs, despite US ban. *South China Morning Post*.

⁴⁸ Butts, D. (18 de julio de 2023). American chip companies need access to China and want to avoid 'ambiguous' sanctions, US chip trade group says. *South China Morning Post*.

⁴⁹ Clarke, P. (7 de junio de 2022). China must seize TSMC if the US tightens sanctions, says economist. *eeNewsANALOG*.

Un chatbot que produce contenido racista o amenaza con acosar a un usuario puede resultar vergonzoso en Estados Unidos; un chatbot que deja entrever que Taiwán es un país independiente o que lo sucedido en la Plaza de Tienanmen fue una masacre, puede despertar la ira del PCC sobre la compañía (dueña del chatbot).⁵⁰

Por este motivo, han comenzado a moverse rápido y anunciado una serie de regulaciones que controlen a estos *chatbots* y que entrarán en vigor el próximo 15 de agosto.⁵¹ El tiempo dirá cómo de efectivas son estas medidas. Sin embargo, sin entrar en valorar el verdadero espíritu de esta regulación china, uno no puede dejar de preguntarse hasta qué punto puede resultar un riesgo existencial permitir que la inteligencia artificial prosiga evolucionando y mejorando de manera exponencial.

¿El punto de no retorno?

Lo que más me quita el sueño es la hipotética idea de que hayamos hecho algo realmente malo al lanzar ChatGPT.

— Sam Altman

Como suele suceder siempre en temas tan inciertos y de tanto impacto, existen dos corrientes de pensamiento opuestas sobre las futuras capacidades de la inteligencia artificial y, especialmente, sobre qué debemos hacer al respecto. Sin duda, por el lado de los más optimistas, nos encontramos desde hace varias décadas con la figura de Ray Kurzweil, director de ingeniería de **Google** desde 2012. Kurzweil lleva muchos años explicando por qué la tecnología responde a la ley de los rendimientos acelerados en su desarrollo y asegura que la inteligencia artificial podrá superar el famoso Test de Turing (no podremos distinguir si estamos hablando con una máquina o un humano) antes de 2030. No solo eso, Kurzweil cree que la inteligencia artificial alcanzará la singularidad antes de 2050.⁵² ¿Qué es la singularidad? Entre otros (Kurzweil incluso defiende que nos fusionaremos con las máquinas para superar las limitaciones de nuestra materia, además de incrementar exponencialmente nuestra inteligencia), será el momento en el que la inteligencia artificial será autoconsciente.

Precisamente, este es el punto que más preocupa a propios y extraños sobre el desarrollo que estamos viviendo en la inteligencia artificial. Desde luego, el

⁵⁰ Welch, N. y Schneider, J. (3 de marzo de 2023). China's Censors Are Afraid of What Chatbots Might Say. *Foreign Policy*.

⁵¹ (17 de julio de 2023). China's Generative AI Regulations Go Live Next Month. *PYMNTS*.

⁵² Diamandis, P. H. (26 de enero de 2015). Ray Kurzweil's Mind-Boggling Predictions for the Next 25 Years. *Singularity Hub*.

lanzamiento de ChatGPT y resto de herramientas similares ha vuelto a situar el foco en este debate. ¿Podrá la inteligencia artificial seguir evolucionando hasta escapar de nuestro control? Científicos de la talla de Stephen Hawking alertaban hace una década que "el desarrollo de una completa inteligencia artificial (IA) podría traducirse en el fin de la raza humana".⁵³

Por supuesto, estos temores se han extendido poco a poco. La Casa Blanca, por ejemplo, está recibiendo estos días a directivos de las principales compañías de inteligencia artificial del país, para obtener garantías de un desarrollo responsable. Así, varias entidades se han comprometido a realizar distintas pruebas, internas y externas, antes del lanzamiento de cualquier producto vinculado a este campo.⁵⁴ Al igual que con las medidas de censura chinas, el tiempo dirá hasta dónde se pueden poner puertas al campo. ¿Nos acercaremos a un escenario en el que la raza humana termine fusionándose con la inteligencia artificial y las máquinas? ¿Terminaremos en un mundo en el que la inteligencia artificial decida que la humanidad es un problema, como Hollywood se encarga de recordarnos con las sagas de Terminator y Matrix o las películas Yo Robot y la estupenda Ex Machina? ¿O todo esto son simples divagaciones que nunca estarán cerca de materializarse? Por lo pronto, Sam Altman, precisamente el mayor responsable de ChatGPT, comentó en una entrevista lo siguiente:

*El escenario negativo – y creo que es importante decirlo – es que apaguen las luces para todos nosotros.*⁵⁵

Confiemos en contar con un botón de apagado, por si alguna vez nos acercamos a ese punto de no retorno.

Movimientos más destacados

Todas las modas inversoras, cuando se llevan al exceso, han terminado en grandes correcciones.

— Bill Ruane

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

⁵³ (2 de diciembre de 2014). Stephen Hawking: "La inteligencia artificial augura el fin de la raza humana". *BBC News*.

⁵⁴ Fedor, L. (21 de julio de 2023). Tech companies to make AI safety and transparency pledges to White House. *Financial Times*.

⁵⁵ Shin, R. (8 de junio de 2023). Sam Altman, the man behind ChatGPT, is increasingly alarmed about what he unleashed. Here are 15 quotes charting his descent into sleepless panic. *Fortune*.

HOROS VALUE INTERNACIONAL

Reducciones/salidas:

PLATAFORMAS TECNOLÓGICAS (10%)

Posiciones comentadas: Alphabet (0,9%)

Como ya hemos destacado a lo largo de esta carta trimestral, el sector tecnológico ha vivido una extraordinaria recuperación en lo que llevamos de 2023 y, aunque **Alphabet** ha sido de las menos beneficiadas por las narrativas actuales de inteligencia artificial, eficiencia y expectativas de tipos de interés, sí que ha presentado un gran comportamiento bursátil. Fieles a nuestra disciplina, hemos ido reduciendo nuestra exposición a esta excelente compañía, ante su menor potencial de revalorización.

OTROS

Posiciones comentadas: Applus Services (vendida) y Vertu Motors (vendida)

Este trimestre sale de la cartera **Applus Services** ("Applus") y **Vertu Motors**. En el caso de **Applus**, nuestra desinversión se produce solo un trimestre después de haberla incorporado a la cartera de Horos Value Internacional. **Applus** ha presentado una excelente evolución bursátil en el periodo, fruto de la filtración a la prensa (con posterior confirmación por parte de la compañía) del interés comprador de varias entidades de *private equity*. Este interés se terminaría materializando con la OPA lanzada por el grupo **Apollo**. El precio ofertado es de 9,5 euros (superior si incluimos dividendos). Por nuestra parte, pese a que entendemos que aún le quedaría algo de potencial a esta inversión, hemos procedido a vender nuestra participación en la compañía, dado su menor atractivo relativo frente a otras alternativas que hemos incorporado al fondo en este trimestre.

Por su parte, la excelente marcha del negocio de concesionarios de automóviles británicos de **Vertu Motors**, ha llevado a su cotización en volandas hasta los máximos bursátiles que alcanzó el pasado año. Su menor margen de seguridad frente a otras alternativas presentes en cartera, como su comparable **Pendragon**, nos ha animado a desinvertir en la compañía.

Incrementos/entradas:

FINANCIERO (16%)

Posiciones comentadas: Azimut Holding (2,0%)

Azimut Holding ("Azimut") es un grupo financiero italiano que cuenta con 85.000 millones de activos bajo gestión, que se distribuyen entre cuatro segmentos de negocio: fondos tradicionales de inversión, asesoramiento y gestión de carteras, seguros de vida y productos de mercados no cotizados. **Azimut** distribuye sus productos a más de 200.000 clientes directos en Italia, apalancándose en sus cerca de 2.000 asesores. Por otro lado, el equipo directivo ha seguido una estrategia de crecimiento inorgánico fuera de Italia muy activa los últimos años, adquiriendo o llegando a acuerdos con entidades financieras de países como Australia, Estados Unidos o Brasil, hasta suponer hoy estos mercados alrededor del 45% de los activos bajo gestión del grupo. Uno de los aspectos que más nos atrae de esta inversión, es la total alineación de intereses entre los directivos y empleados y el resto de los accionistas. Timone Fiduciaria, el vehículo a través del cual los directivos y asesores comerciales son accionistas de **Azimut**, controla el 21% del accionariado de la compañía. Además, como no puede ser de otra manera, la valoración actual de la compañía nos resulta muy atractiva: la compañía cotiza con un PER'25e de cerca de 4x, lo que nos da muestras de lo atractivo de esta inversión, además de repartir, a los precios actuales, una rentabilidad por dividendo del 6%.

MATERIAS PRIMAS (15%)

Posiciones comentadas: TGS (1,1%)

TGS ha vivido un movimiento opuesto al de **Applus** este trimestre, al salir de nuestras carteras hace escasos meses, para volver a entrar tras su importante corrección bursátil. Los miedos a un enfriamiento de la demanda de petróleo, entre otros por la marcha de la economía china o las medidas restrictivas de los bancos centrales, ha pesado sobre el precio de esta materia prima y sobre la evolución en bolsa de las compañías vinculadas a esta. Sin embargo, pensamos que **TGS** y el sector de servicios sísmicos está viviendo el inicio de un ciclo de importantes inversiones, que terminarán materializándose en mayores flujos de caja generados por esta compañía. Por este motivo, aprovechando su mayor atractivo tras la caída de su cotización, hemos procedido a reiniciar (¡por sexta vez en nuestra carrera profesional!) una posición en esta entidad excelentemente gestionada.

OTROS

Posiciones comentadas: Talgo (3,6%), AmRest Holdings (2,8%), Meliá Hotels International (2,6%) y Elecnor (2,4%)

Me permito el lujo de repetir unas líneas que escribí en la pasada carta trimestral:

Siempre hemos defendido que la cartera de Horos Value Internacional reflejará siempre las mejores ideas de inversión que encontremos en el mundo y, como también destacamos, eso incluye al mercado español. Un mercado que conocemos muy bien y que, por muchos motivos, se encuentra hoy fuera del foco de la comunidad inversora. Cuando esto sucede suelen generarse grandes oportunidades de inversión (Hong Kong sería un caso aún más extremo).

Pues bien, la situación no ha cambiado ni un ápice, por lo que hemos continuado incrementando el peso en algunas de las compañías españolas donde vemos mayor discrepancia entre su valor y su precio, como **Talgo** (posiblemente en su mejor momento a nivel de negocio, desde que inició su andadura bursátil hace ya varios años), **AmRest Holdings** (con la incertidumbre rusa ya superada y mejorando sus márgenes operativos), **Meliá Hotels International** (con la pandemia totalmente superada) y **Elecnor** (la posible venta de Enerfín podría actuar como catalizador que destape el enorme descuento al que cotiza el grupo frente al valor de sus distintas divisiones).

HOROS VALUE IBERIA**Reducciones/salidas:****OTROS**

Posiciones comentadas: Applus Services (vendida)

Al igual que ha sucedido en Horos Value Internacional, hemos procedido a vender toda nuestra posición en la compañía de ensayos, inspección y certificación **Applus Services**, tras la opa recibida por el grupo Apollo.

Incrementos/entradas:**OTROS**

Posiciones comentadas: Meliá Hotels International (3,9%)

El incremento de peso más significativo lo encontramos en **Meliá Hotels International** ("Meliá"). La compañía hotelera española ha proseguido con su recuperación de ocupaciones, tras el fin de las restricciones mundiales por la pandemia del coronavirus. Esto ha permitido a **Meliá** conseguir en el primer trimestre de 2023 unos ingresos incluso superiores a los del periodo equivalente de 2019, además de ir reduciendo su deuda, con la recuperación en la generación de caja en el negocio y la venta de activos hoteleros. No obstante, pese a todo ello, el mercado sigue aplicando un exagerado descuento a **Meliá** sobre una valoración razonable de sus activos y de su negocio de gestión hotelera, por lo que hemos aprovechado la ineficiencia para incrementar nuestra posición.

No se ha producido ninguna entrada nueva en el periodo.

Actualidad

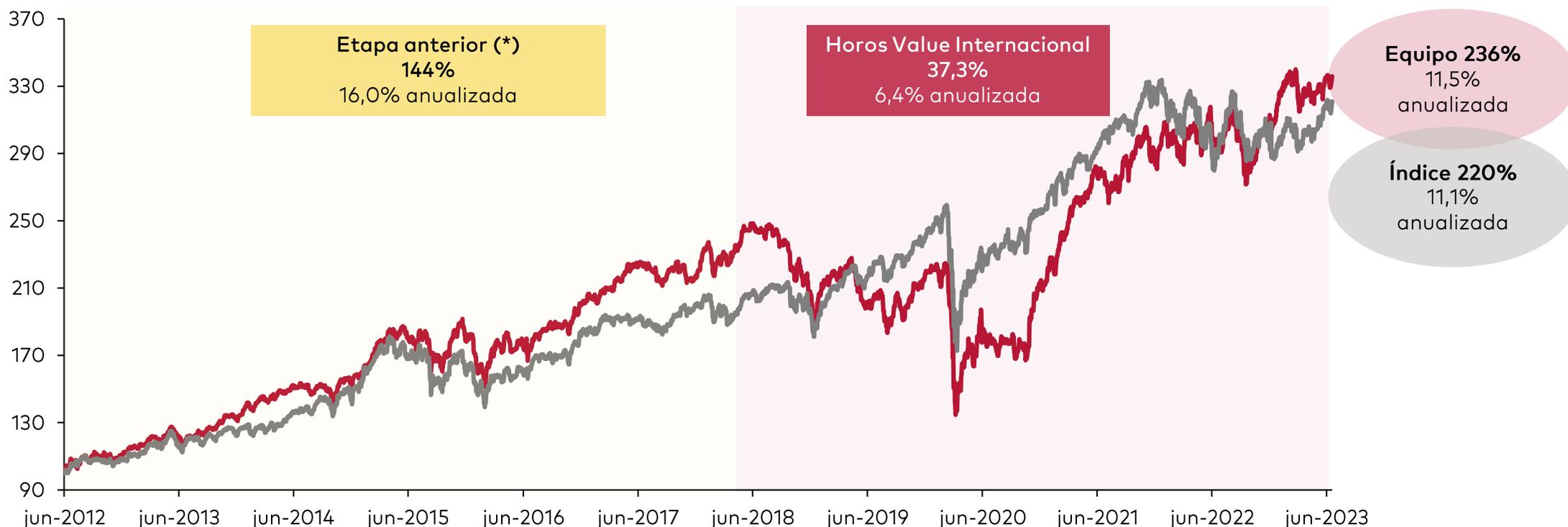
En cuanto a la actualidad de Horos, me gustaría destacar el reciente *webinar* "**Análisis del primer semestre de 2023, posiciones en cartera y perspectivas**" organizado por **Rankia**, en el que Alejandro y Miguel expusieron las principales novedades de nuestras carteras y respondieron a las preguntas de los participantes (ver [aquí](#)). Así mismo, este trimestre Miguel fue entrevistado por el portal financiero **Bolsamanía**, en una entrevista de corte más personal (ver [aquí](#)).

Por otro lado, durante los pasados tres meses, el equipo gestor de Horos al completo actualizó su visión del mercado y sus principales inversiones en una entrevista realizada por **elEconomista** (ver [aquí](#)), José María (nuestro consejero delegado) actualizó la marcha de nuestra gestora en una entrevista para **FundsPeople** (ver [aquí](#)) y yo tuve el placer de ser entrevistado en el estupendo podcast "**Una vida invirtiendo**" de Juan Such para **Rankia**, donde repasamos, con alguna que otra risa, mis experiencias de estos dieciséis años como profesional del sector (ver [aquí](#)).

Por último, me gustaría aprovechar esta carta para anunciar la incorporación de Diego Maraña a la familia de Horos. Diego nos ayudará en nuestros análisis de las compañías, en la que es la primera incorporación que hacemos al equipo en los últimos diez años. ¡Bienvenido Diego!

Rentabilidades

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



Los datos engloban el periodo 31 de mayo de 2012 a 30 de junio de 2023.

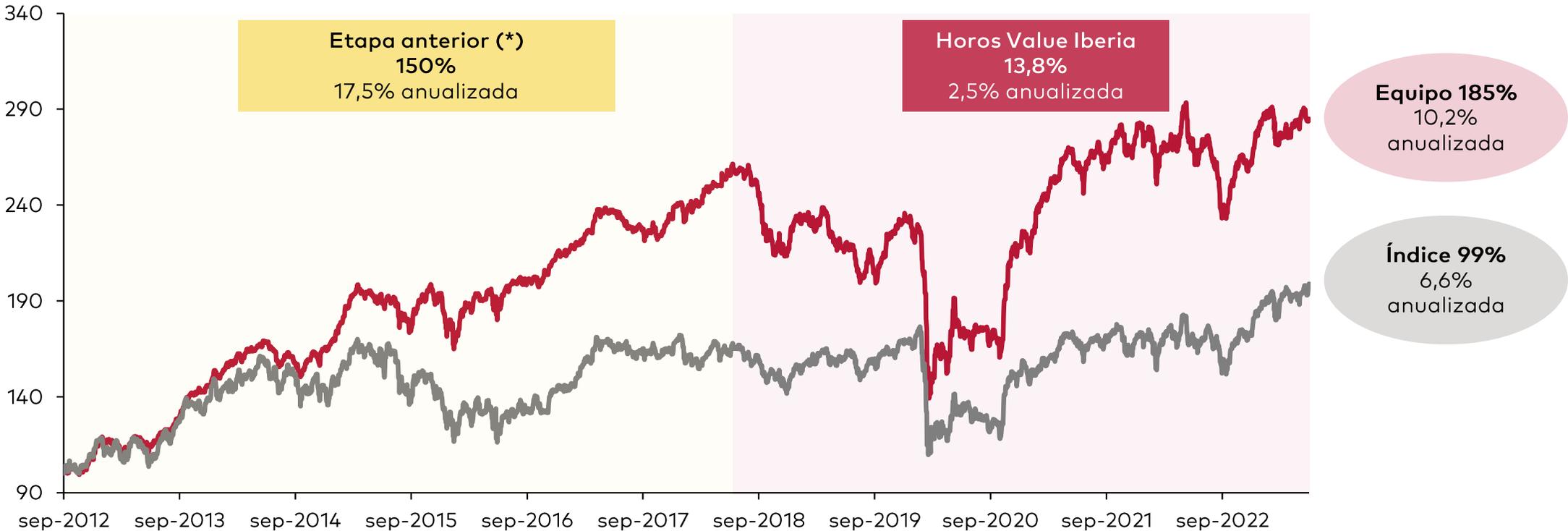
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de mayo de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

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

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 2023.

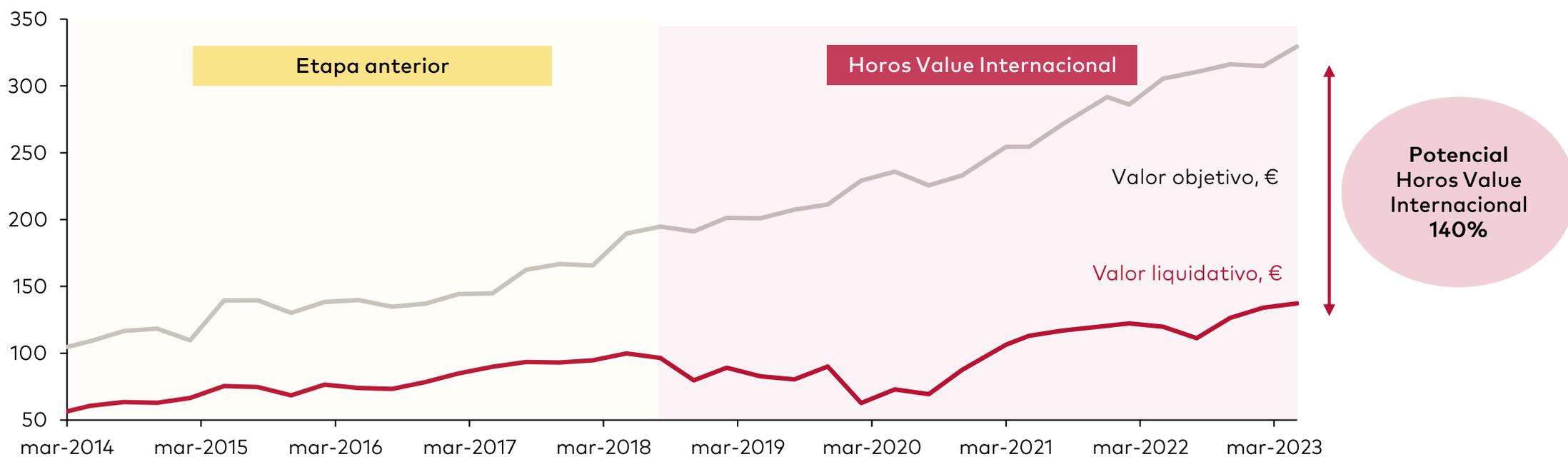
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de septiembre de 2012, hasta el 22 de mayo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

Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



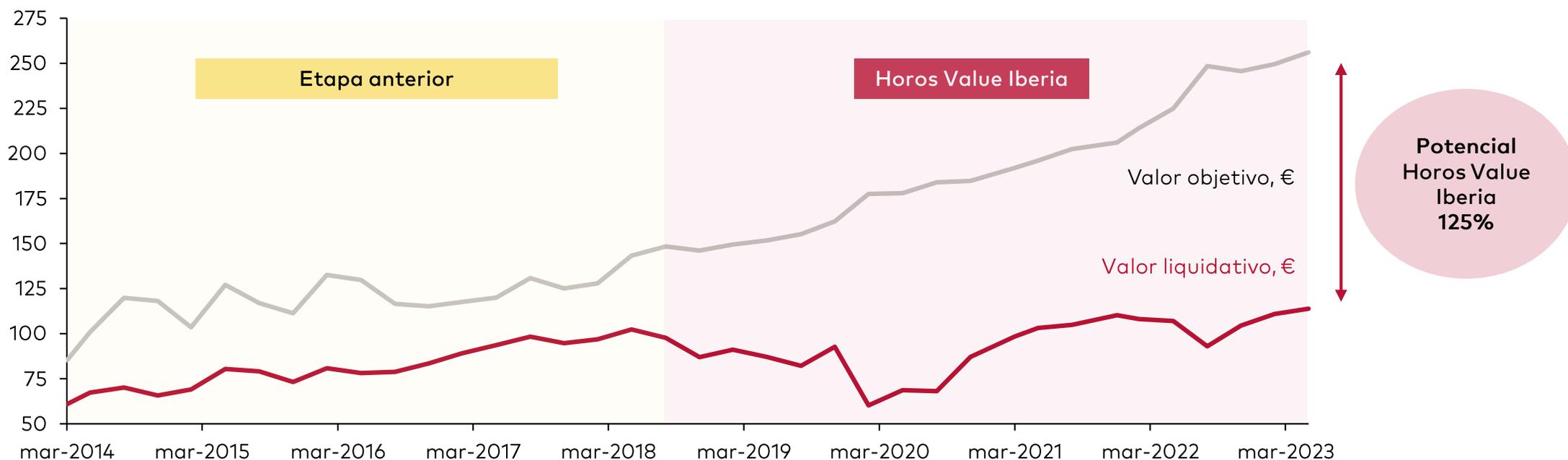
Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 30 de junio de 2023.

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.

Valor objetivo

Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 30 de junio de 2023.

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.

Top 10 posiciones
Horos Value Internacional

Posición	Peso	Sector
Naspers	4,2%	Plataforma
Mistras Group	4,2%	MMPP
ALD Automotive	4,1%	Financiero
Semapa	4,0%	Holding
Aercap Holdings	3,8%	Financiero
Fairfax India	3,8%	Holding
Talgo	3,7%	Industrial
Sun Hung Kai And Co	3,6%	Asia
Catalana Occidente	3,2%	Financiero
Gestamp Automoción	3,2%	Industrial

Top 10 posiciones
Horos Value Iberia

Posición	Peso	Sector
Semapa	6,5%	Holding
Catalana Occidente	6,3%	Financiero
Horos Value Internacional	6,0%	Otros
Gestamp	5,3%	Industrial
Merlin Properties	5,0%	Real Estate
Iberpapel	4,9%	Industrial
Elecnor	4,8%	Ingeniería
Talgo	4,5%	Ingeniería
Amrest Holdings	4,1%	Consumo defensivo
Meliá Hoteles	4,0%	Consumo cíclico