

HOROS

ASSET  
MANAGE-  
MENT

CARTA TRIMESTRAL  
A LOS PARTÍCIPES

OCTUBRE 2019

## OCTUBRE 2019

Estimado co-inversor,

Finalizamos el tercer trimestre de 2019, un periodo de continuidad con respecto a trimestres anteriores, en los que el dinero de los inversores sigue fluyendo hacia la certidumbre, a cualquier precio, y huyendo de las empresas más ilíquidas y/o más cíclicas, pese a lo atractivo de su valoración.

Esta situación está causando una rentabilidad relativa (y absoluta) insatisfactoria en nuestras carteras en el corto plazo, pero, sin embargo, contribuye a generar grandes oportunidades de revalorización para el largo plazo. En Horos tenemos claro que debemos huir de las "modas", por muy comfortable que pueda parecer seguirlas, porque **nuestro principal objetivo como gestores (y co-inversores) de nuestros fondos es maximizar la rentabilidad (en el largo plazo), minimizando el riesgo en el que incurrimos.**

Periodos como el actual no deben desesperarnos, ni poner en entredicho un proceso de inversión construido con este único objetivo. Los frutos que estamos sembrando (nuestros potenciales están en máximos históricos), terminarán recogándose.

Aprovecho, como siempre, para agradecerle, de parte de todo el equipo de Horos, su confianza.

Reciba un cordial saludo,

—————|

Javier Ruiz, CFA  
Director de Inversiones  
Horos Asset Management

## La gran evasión

*Hemos puesto todos los huevos podridos en la misma cesta. Y tenemos la intención de vigilarla muy de cerca.*

— Von Luger, el Kommandant (La Gran Evasión, 1963)

En la última carta trimestral ([leer carta](#)) comentamos cómo diversos factores pueden estar contribuyendo a explicar la relativa mala evolución de nuestras carteras, al compararse con los índices de referencia. En concreto, destacamos tres situaciones que se están produciendo desde hace algunos trimestres y que, lejos de revertirse, parecen estar acentuándose los últimos meses.

La **primera** de ellas es la importante **divergencia** que existe entre la evolución de las compañías percibidas por los inversores como seguras, es decir, empresas que cuentan con un gran tamaño y, adicionalmente, con un negocio que presente una generación de caja más estable y, aparentemente, más predecible, en relación con compañías de menor tamaño y/o de carácter más cíclico y, por tanto, con una generación de caja más volátil y, supuestamente, menos predecible.

Un ejemplo claro de esta tendencia la encontramos en la compañía americana **Procter & Gamble (P&G)**. Este gigante, dueño de famosas marcas de consumo como Gillete, Oral-B, Pantene o Ariel, por citar algunas de ellas, ha mantenido una evolución extraordinaria en bolsa los últimos meses. De hecho, desde mayo de 2018, fecha en la que podríamos situar el inicio de esta divergencia bursátil, las acciones de P&G se anotan cerca de un 80% de revalorización, incluyendo dividendos, una evolución más propia de una compañía de menor tamaño y gran recorrido futuro de crecimiento en su negocio. Sin embargo, en el caso de P&G, hablamos de una compañía con una colección de negocios de gran calidad, pero limitado crecimiento. En este mismo periodo, su flujo de caja libre, verdadero beneficio de una compañía, ha crecido un 6% (11% en términos por acción, gracias al impacto de la recompra de acciones propias).

Esa discrepancia ha llevado a P&G a cotizar, en el momento que escribimos estas líneas, cerca de 30 veces su generación de caja libre actual, muy lejos de las menos de 20 a las que cotizaba hace poco más de un año. ¿Tiene sentido que un negocio como el de P&G arroje estas valoraciones? Esto mismo ha sucedido con compañías como **Nestlé** (+50% desde mínimos de 2018 y un PER actual 30 veces) o **Nike** (+35% y PER de 35 veces).

Desde luego, la comunidad inversora, ante la falta de alternativas de inversión "seguras" (recordemos que la renta fija ofrece, en muchos casos, rentabilidades negativas), ha decidido huir hacia este tipo de negocios, independientemente del precio al que coticen. **En Horos, sin embargo, tenemos claro que la mejor manera de hacer crecer sus ahorros (y los nuestros) es invirtiendo en compañías que ofrezcan un margen de seguridad elevado y, a nuestro entender, compañías como P&G, por muy estables que sean sus flujos de caja, no ofrecen un potencial mínimamente satisfactorio para poder invertir en ellas.**

Uno no puede evitar acordarse de la época de la burbuja puntocom y los comentarios que inversores *value* legendarios, como Seth Klarman, regalaban a sus partícipes en esos difíciles momentos, dadas las crecientes semejanzas entre ambos periodos:

*Mientras que la mayoría de los índices bursátiles no han estado nunca tan caros, el rango de valoración actual es extraordinariamente amplio. Como resultado, existen numerosas compañías de mediana y pequeña capitalización infravaloradas, pese a que hay docenas de grandes compañías asombrosamente sobrevaloradas.<sup>1</sup>*

Por último, no podemos perder de vista que cuando una compañía cotiza a valoraciones tan elevadas, el mercado está descontando la perfección en el futuro de su negocio y cualquier desviación negativa sobre esa visión de los inversores, puede desencadenar una fuerte corrección bursátil. Tal es el caso de la industria del **tabaco**. Este sector, que siempre ha sido considerado uno de los más defensivos del mundo, arrastra ya un par de años sufriendo en bolsa, con caídas acumuladas superiores al 40% y, empresas que antes cotizaban a múltiplos exigentes, hoy pueden comprarse a 10 veces su flujo de caja libre. ¿El motivo? Por un lado, la caída del consumo de tabaco en muchos países desarrollados. Por otro, el auge de nuevos productos que pueden estar desplazando al tabaco (aunque empiezan a aparecer estudios que indican lo contrario), como son los vaporizadores o la marihuana (legalizada en algunas partes del mundo).

Lo que ha sucedido con el tabaco es, por tanto, un buen recordatorio de que **no existen las certezas en cuanto a los negocios y a la inversión se refiere**. Si pagamos un precio elevado por esta aparente certidumbre, nos puede costar muy

---

<sup>1</sup> Negrita añadida para dar énfasis. El texto es una traducción libre de "While the major stock market indices have never been so expensive, the range of valuation in today's markets is also extraordinarily wide. As a result, there are numerous undervalued small to medium capitalization stocks even as there are dozens of astonishingly overvalued large capitalization companies". Klarman, Seth (24 de junio de 1999). The Baupost Group, Inc.

caro, especialmente si la percepción sobre el negocio de una compañía da un giro inesperado.

La **segunda** situación que comentamos el pasado trimestre es la elevada **volatilidad** de las acciones de un número cada vez mayor de compañías. En muchas ocasiones, estos movimientos vienen arrojados por (bruscos) cambios en las expectativas de la comunidad inversora sobre un determinado negocio o sector. En otras, como veremos más adelante, los meros flujos de entrada y salida de los fondos de inversión pueden estar detrás de estos vaivenes.

Desde luego, un sector que ejemplifica absolutamente esta volatilidad, acrecentada por los cambios en el sentimiento de los inversores, lo encontramos en la industria del petróleo. Tomemos el caso de **Valaris** (antigua Enscó), una de nuestras inversiones en compañías dueñas de plataformas petrolíferas. Hay cierto debate sobre lo que se puede esperar de las dinámicas de oferta y demanda del petróleo para el corto y medio plazo. Por un lado, existe el miedo de que la demanda se contraiga por la ralentización general de las economías, especialmente China, y que, además, la oferta siga creciendo, pese a los recortes de importantes jugadores del sector, merced de continuos incrementos de producción provenientes de Estados Unidos y su petróleo pizarra (*shale*). Por otro lado, sin embargo, existe el discurso de que el crecimiento de la demanda se mantendrá estable a futuro y que, si el petróleo proveniente de Estados Unidos crece menos de lo esperado (como empiezan a indicar algunos datos<sup>2</sup>), entonces la oferta no alcanzará a satisfacer esa demanda, causando un importante cuello de botella en el mercado y una, potencialmente, importante apreciación en el precio del crudo.

Obviamente, según el sentimiento vira hacia uno u otro lado, el sector tiende a reflejarlo en sus cotizaciones y de manera muy exagerada. A principios de trimestre, la narrativa imperante era la tesis de exceso de oferta, lo que desencadenó el temor a que las tasas de utilización de plataformas petrolíferas tarden en recuperarse más de lo esperado (si hay exceso de oferta, el precio del petróleo no es suficientemente atractivo para incentivar nuevas inversiones, limitando la contratación de plataformas) y, por tanto, que la refinanciación futura de las deudas de estas compañías de servicios petrolíferos pueda verse en entredicho. Con estos argumentos encima de la mesa, Valaris perdió más de un 60% en bolsa en poco más de un mes.

---

<sup>2</sup> Matthews, Christopher M. y Elliott, Rebecca (30 de septiembre de 2019). "Shale Boom Is Slowing Just When the World Needs Oil Most". The Wall Street Journal.

Lo curioso es que, al poco tiempo, una de las infraestructuras más importantes de Arabia Saudí sufrió un ataque de drones con misiles, haciendo desaparecer, al momento, el 5% de la oferta del petróleo mundial. El shock de oferta desencadenó un cambio instantáneo en el sentimiento del mercado<sup>3</sup>, alzando el precio del petróleo y el de las cotizaciones del sector, con Valaris apreciándose, desde los mínimos de agosto, un 100%. Con el paso de los días y los mensajes tranquilizadores que apuntan a una recuperación rápida de la capacidad productiva de Arabia Saudí,<sup>4</sup> el sentimiento volvió a girar y, con él, la cotización de Valaris, cuyo valor se depreció cerca de un 40% hasta finales de septiembre.

En definitiva, en poco más de un mes y medio, Valaris ha visto el precio de su acción dividirse por más de dos, para después doblarse y, a continuación, volver a reducirse a la mitad. **¿Es razonable pensar que toda esa amplitud de movimiento está justificada por la marcha que podemos esperar de su negocio? ¿O, quizás, la sensibilidad del inversor con las compañías cíclicas sea hoy extrema y cualquier noticia precipite enormes oscilaciones en sus cotizaciones? En Horos respondemos afirmativamente a esta última pregunta y tratamos de aprovecharnos de esta extrema volatilidad de las compañías, sembrando así nuestras rentabilidades futuras.**

*Resulta de importancia capital que **los inversores se preparen para una dura prueba contra su voluntad inversora.** Evitar inversiones especulativas caras y mantener una estricta disciplina value son más importantes que nunca, porque las sobrevaloraciones son elevadísimas y las gangas muy pronunciadas. Aun así, los movimientos de las cotizaciones son tan severos y giran tan rápidamente, no siempre en la dirección deseada, que los inversores deben estar preparados para pérdidas sobre el papel. **Aquellos con la suficiente disciplina y voluntad inquebrantable serán generosamente recompensados.***<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> Sheppard, David y Raval, Anjil (15 de septiembre de 2019). "Attacks imperil Saudi image as reliable oil supplier". Financial Times.

<sup>4</sup> Sheppard, David y Raval, Anjil (25 de septiembre de 2019). "Saudi Arabia's oil output bounces back after attacks". Financial Times.

<sup>5</sup> Negrita añadida para dar énfasis. Traducción libre de "It is of paramount importance that investors brace themselves for a stern test of their investment will. Avoiding overpriced speculations and maintaining a strict value discipline are more important than ever because the overpricings are so egregious and the bargains so pronounced. Yet the price swings are so severe and swift, and not always in the desired direction, that investors must be braced for mark to market losses. Those sufficiently disciplined and unwavering will be generously rewarded. Klarman, Seth (6 de diciembre del 2000). The Baupost Group, Inc.

La **tercera** y última situación que está influyendo en la diferente evolución de unas y otras empresas en bolsa, estaría causada por el propio **comportamiento de los inversores**, tanto de los gestores de fondos como de sus partícipes. Uno de los mayores riesgos para el empleado de una empresa es, obviamente, perder su puesto de trabajo. Los gestores de fondos no son inmunes a este riesgo, con la particularidad de que, en muchas ocasiones, tienen que trabajar en contra de los intereses de sus partícipes, para que estos no le abandonen y acabar desempleado. La explicación para esta aparente contradicción es muy sencilla y responde a lo que se denomina el **riesgo carrera**. El partícipe de un fondo tiende a "perdonar" a un gestor que se equivoca con la mayoría y no suele llevar tan bien si el gestor yerra invirtiendo en una compañía que sea, por ejemplo, pequeña, ilíquida y poco conocida.

Por este motivo, muchos gestores intentan anticiparse a esto y buscan invertir en aquello que esté yendo mejor en bolsa en ese momento, independientemente del sentido económico de esa inversión. Si la mayoría de los profesionales se rige por este comportamiento de manada se produce un círculo vicioso que, eventualmente, y si la historia sirve de guía, termina de manera desastrosa:

*Un círculo vicioso ha estado trabajando en contra de las compañías de menor capitalización (a la vez que un círculo virtuoso empuja a las que están en máximos), en el que su reciente periodo de prolongada peor rentabilidad causa la venta de inversores decepcionados. Esto produce iliquidez y mayores caídas, resultando en todavía peores rentabilidades, lo que desencadena nuevas oleadas de ventas. Muchos gestores value que invierten en pequeñas compañías han estado sufriendo reembolsos, lo que alimenta más esta venta forzosa.<sup>6</sup>*

Posiblemente, hoy se esté produciendo este efecto, con la mayoría de los gestores invirtiendo en compañías de mayor tamaño y aparente certidumbre, dejando de lado al resto de las empresas cotizadas. De hecho, algunos estudios indican que estamos en uno de los momentos donde mayor semejanza de carteras se puede

---

<sup>6</sup> Negrita añadida para dar énfasis. El texto sería una traducción libre de "a vicious circle has been working against these smaller stocks (even as a virtuous circle propels the high flyers) in that their recent period of protracted underperformance causes disappointed holders to sell. This produces illiquidity and further declines, resulting in even greater underperformance which then triggers new waves of selling. Many small-cap value managers have been facing investor redemptions, further fueling the selloff". Klarman, Seth (24 de junio de 1999). The Baupost Group, Inc.

encontrar entre gestores de fondos de inversión<sup>7</sup>. No sabemos si se está repitiendo la historia, pero, desde luego, empieza a rimar.

Adicionalmente, nos encontramos con el potencial efecto de la **gestión pasiva**. Sin entrar en el debate de si simplemente se está produciendo una correlación o una causalidad entre los flujos captados por los ETFs (fondos cotizados que replican a índices bursátiles) y el comportamiento de los índices, la realidad es que los ETFs con mayores activos bajo gestión son, precisamente, los que replican a los grandes índices de bolsa americanos, donde más compañías de gran tamaño y visibilidad futura se pueden encontrar para invertir. Curiosamente, algunos estudios<sup>8</sup> muestran hoy a la bolsa americana con una valoración el doble de cara que la de otras categorías globales, como puede ser la geografía asiática (no es casualidad que nuestra cartera internacional tenga cerca de un 25% de su inversión concentrada en este continente).

Lo mismo puede decirse, aunque no nos guste utilizar este tipo de etiquetas, sobre los estilos de inversión: las estrategias que invierten en empresas de gran tamaño y con perfil de crecimiento cotizan, según algunas métricas, tres veces más caras que las que invierten en compañías pequeñas y de crecimiento y, caso más sangrante, cerca de cinco veces más caras que las estrategias con compañías pequeñas *value*?. De hecho, lo mismo está sucediendo en la gestión activa. Sirva de dato que este 2019 está siendo el año con menos dinero gestionado por gestores activos *value* en la última década<sup>10</sup>.

Si me lo permiten, me gustaría repescar un último comentario de Seth Klarman de junio de 1999 que hoy tendría, también, total vigencia:

*Un efecto, particularmente molesto, es que el análisis fundamental resulta hoy un impedimento significativo para conseguir buenas rentabilidades de corto plazo, ya que los valores más sobrevalorados han sido, continuamente, los que mejor se han comportado y los más infravalorados los que peor.*<sup>11</sup>

<sup>7</sup> Iosebashvili, Ira (29 de julio de 2019): "With Stocks at Fresh Highs, Investors' Portfolios Look Alike". The Wall Street Journal.

<sup>8</sup> "Glamorous Passive Investments". Verdad Weekly Research

<sup>9</sup> Ibidem.

<sup>10</sup> Rodríguez Graña, Óscar (1 de octubre de 2019): "¿Growth o value? Atentos a las señales que están emitiendo los mercados". Fundspeople.

<sup>11</sup> Traducción libre de "One particularly irksome development is that fundamental research is today a significant impediment to good short-term results, as the most overvalued securities have steadily been the best performers and the most undervalued the worst". Klarman, Seth (24 de junio de 1999). The Baupost Group, Inc.



Por todo ello, en Horos pensamos que hoy cobra más importancia que nunca, el contar con una estructura organizativa que nos permite aislarnos del atronador ruido de fondo, que nos facilita pensar de manera independiente y tener la templanza y la paciencia para aprovechar las (grandes) oportunidades que hoy nos presentan los mercados. Igualmente, contar con partícipes como usted, que entienden y comparten nuestro trabajo y filosofía de inversión, es una ventaja en momentos como los actuales, en los que su confianza se convierte en un activo indispensable para poder capitalizar nuestras inversiones.

## ¿Más es menos?

*Si todo el mundo piensa igual, entonces es que nadie está pensando.*

— Benjamin Franklin

Si bien es cierto que algunas de nuestras inversiones han sufrido un deterioro en sus negocios y merecen peor evolución bursátil (otra cosa es si la magnitud de sus correcciones se nos antoja excesiva), nos encontramos con otros casos en los que los negocios han evolucionado como cabría esperar o, en algunos casos, incluso mejor, dado el entorno en el que nos encontramos, y, sin embargo, su cotización parece asumirlo como algo negativo.

Sin ánimo de ser exhaustivo, me gustaría repasar los siguientes “llamativos” ejemplos:

### Uranio (8% de Horos Value Internacional)

Nuestra exposición al uranio la realizamos, como sabe, a través de los vehículos financieros que compran uranio para su almacenamiento (**Uranium Participation** y **Yellow Cake**) ya que, a nuestro entender, ofrecen un binomio rentabilidad-riesgo más atractivo que la inversión en uranio a través de los operadores de minas.

Pues bien, desde que iniciamos nuestra inversión en estas compañías hace ya más de un año, la tesis que mantenemos de una recuperación del sector del uranio se ha visto reforzada. Por el lado de la oferta, Kazatomprom, principal productor de uranio del mundo, anunció en agosto su extensión de recorte de producción del 20% hasta 2021, un año por encima de lo inicialmente anunciado. De hecho, en su primer evento para inversores y analistas celebrado el 30 de septiembre, su equipo directivo recalcó que están muy lejos de plantearse volver a aumentar la producción, si los fundamentales (precio del uranio) no mejoran.

Mientras que, por el lado de la demanda, el sentimiento popular y político parece ir virando hacia un futuro en el que la energía nuclear debe jugar un papel relevante en el mix energético, si se quiere cumplir con los objetivos de emisiones y hacer frente a las grandes necesidades energéticas que se plantearán los próximos años. Esto se ha visto reflejado en el reciente informe publicado por la Asociación Nuclear Mundial<sup>12</sup>, en el que, por primera vez en ocho años, TODOS los escenarios contemplados, incluyendo el negativo, asumen un crecimiento en la capacidad de generación nuclear instalada en el mundo. Todo ello gracias al crecimiento esperado de nuevos reactores en economías como China, India o Rusia, que contribuye a compensar (y superar) la paulatina caída o nulo crecimiento en economías más maduras, como las del continente europeo.

Por tanto, mejoras significativas en los fundamentales de la demanda y de la oferta, que se han reflejado, este trimestre, en una subida cercana al 5% en el precio del uranio. Sin embargo, en este mismo periodo, Uranium Participation se ha mantenido estable y Yellow Cake se ha dejado un 5%, aumentando el descuento con el que cotizan frente al valor de sus inventarios de uranio (hasta casi un 20%, en momentos puntuales, en el caso de Yellow Cake). ¿El motivo? Importantes accionistas vendiendo forzosamente sus inversiones, ante la salida masiva de partícipes que los han llevado a cerrar el fondo de inversión<sup>13</sup>. Ante esta oportunidad, decidimos incrementar nuestra exposición a Yellow Cake.

### Empresas chinas de baja capitalización (17% de Horos Value Internacional)

Hablamos de nuestras inversiones en **Keck Seng Investments**, **Asia Standard International**, **Time Watch Investments** y las recientes incorporaciones de **Value Partners** y **Clear Media**.

Para no hacer excesivamente extenso este ejercicio, vamos a comentar, rápidamente, los dos casos más sorprendentes:

- **Asia Standard International**: la compañía publicó a finales de junio un beneficio ajustado anual de más de 1.000 millones de dólares hongkoneses, después de mejorar sus expectativas para el año las anteriores semanas. Para que se haga una idea de lo infravalorada que se encuentra la compañía, Asia Standard tiene un valor bursátil de 1.700 millones de dólares

<sup>12</sup> World Nuclear Association (Septiembre 2019): *The Nuclear Fuel Report: Global Scenarios for Demand and Supply Availability 2019-2040*

<sup>13</sup> Canny, William; Kumar, Nishant y Natarajan, Sridhar (13 de septiembre de 2019): "Hedge Fund Arrowgrass to Shutter After Wave of Redemptions". Bloomberg

hongkoneses, es decir, cotiza a un PER de menos de 2 veces. Pese a todo ello, su acción cayó un -15% en el trimestre y acumula un -25% desde mediados de abril.

- **Value Partners:** gestora de fondos con filosofía (mayoritariamente) value, de la que fuimos accionistas hace algunos años y que vuelve a arrojar una interesante oportunidad de inversión. En la última publicación de resultados, Value Partners superó los 18 mil millones de dólares en activos bajo gestión, una cifra un veinte por ciento superior a la de cierre de 2018, siendo el mayor volumen bajo gestión de la historia de la compañía. Adicionalmente, Value Partners tiene una posición de caja que equivale, aproximadamente, a la mitad de su valor bursátil, incluyendo una inversión directa en los fondos que gestiona que supone un tercio de la capitalización. ¿La evolución de la acción? Una caída del 25% en el trimestre y del 42% desde mediados de abril. Hoy la empresa cotiza a 5 veces su flujo de caja libre de este año.

#### Aperam (5,3% de Horos Value Iberia y 4,6% de Horos Value Internacional)

Este caso es diferente a los anteriores porque Aperam pertenece a una industria que sí ha sufrido un deterioro en sus fundamentales. Ahora bien, lo que debemos preguntarnos como inversores es, hasta qué punto, ese deterioro justifica la corrección que ha sufrido el valor. El sector del acero inoxidable ha vivido una tormenta perfecta el último año y medio, impactando severamente en el negocio de las compañías. En concreto, eventos como la interminable situación del *brexit*, el enorme crecimiento de la producción de níquel por parte de Indonesia los últimos años<sup>14</sup>, exportado ese material a China como materia prima barata para fabricar Nickel Pig Iron (NPI) y, posteriormente, acero inoxidable con el que inundan el mercado europeo y, por último, las guerras comerciales de Estados Unidos con el resto del mundo.

Una situación muy complicada que ha derivado en una corrección del 9% en el trimestre y, especialmente, de un 50% desde primeros de 2018. Como decíamos hace un momento, si bien entendemos que el deterioro impacta al negocio, también es cierto que la compañía se encuentra en una situación financiera envidiable (sin prácticamente deuda) y con una expectativa de generar 140-150 millones de euros en este ejercicio (8% de *yield*). A nuestro entender, el mercado no descuenta

<sup>14</sup> A principios de septiembre, Indonesia anunció la restricción a la exportación de níquel, con el fin de desarrollar una industria de procesamiento local, lo que ha encarecido el precio de este mineral y perjudica a los fabricantes de China. Ver: Hume, Neil (2 de septiembre de 2019): "Nickel hits five-year high as price surge continues". Financial Times.

ninguna mejora para el futuro, pese a que la compañía ha generado más de 250 millones de euros de caja libre en los últimos años, teniendo un nivel de precios del acero en Europa por debajo de la media histórica, de ahí que sea una de nuestras principales posiciones.

Podríamos seguir comentando ejemplos como estos, pero creo que con este ejercicio puede hacerse una idea clara de lo que está sucediendo, estos últimos meses, en el mercado. **No tenemos una bola de cristal. No sabemos cuándo esta divergencia va a revertirse y cuándo el mercado reconocerá el valor de las compañías en las que invertimos. Sin embargo, sí estamos convencidos de que nuestras carteras arrojan el mayor potencial de su historia y que los frutos que estamos sembrando, confiemos en que antes que después, acabarán recogándose.**

## Actualidad

Este trimestre me gustaría destacar los siguientes eventos de actualidad. Por un lado, tuve el placer de volver a participar este año en el Curso de Verano de Azvalor y la Universidad Complutense de Madrid, donde expuse el método de inversión de Horos, con ejemplos de algunas de nuestras inversiones ([ver charla](#)).

Adicionalmente, tuve el orgullo de ser el padrino en la Ceremonia de Graduación 2019 del Máster en Value Investing y Teoría del Ciclo del Centro de Estudios Superiores OMMA, donde pronuncié un breve discurso sobre los atributos que, humildemente, creo que debe tener cualquier inversor ([ver discurso](#)).

Por otro lado, nuestro gestor Alejandro Martín fue entrevistado en el programa de *value investing* Iceberg de Valor, donde comentó nuestra forma de invertir y algunas inversiones que tenemos en cartera ([escuchar podcast](#)). Además, recientemente grabó para nuestro canal de YouTube un vídeo actualizando nuestra tesis de inversión en Keck Seng Investments ([ver tesis](#)).

## Horos Value Iberia

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

La rentabilidad de Horos Value Iberia en el tercer trimestre ha sido del -5,8%, frente al -0,3% de su índice de referencia. Desde su constitución el 21 de mayo de 2018 hasta el 30 de septiembre de este año, la rentabilidad acumulada del fondo es del -17,9%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un -4,7%. Los resultados conseguidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta. Como muestra de la importancia de la inversión a largo plazo (recordemos que el periodo mínimo de inversión recomendado para nuestros productos es de cinco años) la rentabilidad anualizada obtenida por un inversor que haya acompañado a este equipo gestor desde sus inicios sería del 10,8% frente al 6,9% de su índice de referencia (para más información, puede consultar el anexo en la parte final de este documento).

En este trimestre, los valores que más positivamente han contribuido son **Miquel y Costas y Bolsas y Mercados Españoles (BME)**. La primera se vio beneficiada por la publicación de resultados semestrales, arrojando una evolución mejor de lo esperada por el mercado. BME, por su parte, vio su cotización animarse ante los movimientos corporativos vividos en el sector de las bolsas, como el lanzamiento (rechazado) de una OPA sobre la Bolsa de Londres por parte de la Bolsa de Hong Kong.

En el lado negativo, destacan **Meliá Hotels International** y **Sonae Capital**. Con respecto al grupo hotelero, parece que el deterioro económico global, así como algunos problemas que impactan directamente a la compañía (como la invasión del alga marina sargazo en las playas de México), han continuado presionando al valor. En cuanto al holding portugués, su caída en bolsa parece responder más a movimientos de flujos de inversores que a cualquier razón fundamental. En ambos casos, nos parece que sus valoraciones actuales arrojan un margen de seguridad muy elevado, por lo que las mantenemos entre nuestras principales inversiones.

La cartera del fondo ha tenido tres salidas en el trimestre (Barón de Ley, CAF y Corticeira Amorim) y ninguna entrada.

Las tres salidas se producen por menor potencial en relación con otras alternativas ya presentes en la cartera, como el holding portugués Sonae Capital, la empresa química Ercros o el grupo papelerero Iberpapel, cuyos pesos hemos incrementado en el periodo.

A cierre de trimestre, el **potencial teórico del fondo para los próximos tres años se sitúa en torno al 89%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada del 23,6%. Para el cálculo de este potencial, realizamos un estudio individual de cada valor que compone la cartera. Estas rentabilidades teóricas no son una garantía de que el fondo vaya a tener un buen comportamiento en los próximos tres años, pero sí dan una idea de lo atractivo que es el momento actual para invertir en Horos Value Iberia.

## Estructura de la cartera

A cierre de diciembre, la cartera de Horos Value Iberia está formada por 23 valores y concentrada en dos temáticas relevantes. Por un lado, más del **70%** de la parte invertida de la cartera está compuesto por compañías que conocemos desde hace años, gestionadas por **familias con importante presencia en el accionariado** (lo que garantiza una alineación de intereses con sus accionistas).

La segunda temática (**13%**) la componen **compañías olvidadas** o, incluso, "odiadas" por la comunidad inversora, al contar con un pasado muy insatisfactorio para sus accionistas, pero con un presente muy atractivo para invertir.

Horos Value Iberia invierte también en **Horos Value Internacional (5,0%)**. De esta manera, se incrementa el potencial del fondo ibérico, aumentando la calidad de la cartera y generando un mayor valor para nuestros partícipes en el largo plazo. Por supuesto, **NO** se cobrará ninguna comisión por ese porcentaje invertido en los fondos de la casa.

Por último, la **liquidez** del fondo a cierre de trimestre se sitúa en el **3,6%**.

## Principales posiciones

**Meliá Hotels International (7,3%, familiar):** grupo hotelero con presencia en más de 40 países, del que la familia Escarrer controla el 52% y es accionista desde hace más de 60 años. La compañía es la cadena de hoteles líder en América Latina y Caribe, siendo el mayor jugador global en resorts y "bleisure" (combinación de negocios y ocio). Meliá tiene el objetivo de ir migrando a un modelo de bajo capital empleado, en el que centrarse en la gestión de los hoteles sin ser propietarios del mismo. En la actualidad, la gestión hotelera supone cerca del 30% del EBITDA y esperan alcanzar un 50% en siete años. Lo interesante de esta inversión radica en la valoración de sus activos hoteleros, muy superior a su capitalización bursátil actual, lo que nos permite llevarnos "gratis" la gestión hotelera y lo que pueda aportar este negocio a futuro a la compañía.

**Ercros (6,8%, olvidada):** compañía olvidada por los analistas debido a la complicada situación que vivió hace unos años. Es un grupo industrial dedicado a la producción de derivados del cloro (necesarios, por ejemplo, para la fabricación de PVC), química intermedia (formaldehídos, colas y resinas, etc.) y farmacia (principios activos y genéricos). Después de haber pasado casi diez años de descenso continuado de la demanda de PVC, los cierres de capacidad del sector estos últimos años, unidos a la restricción adicional de oferta que se está produciendo, tras la prohibición por parte del regulador europeo de utilizar tecnología de mercurio en los procesos productivos del cloro, nos hace esperar, razonablemente, una buena evolución de esta industria para los próximos años.

**Renta Corporación (6,1%, olvidada):** la compañía, centrada en la adquisición de activos inmobiliarios para su transformación y venta, ha vivido un proceso de reestructuración, tanto financiero como de negocio (utilizan, principalmente, opciones de compra de los inmuebles a reformar), lo que evita el riesgo de balance típico de esta industria. Adicionalmente, ha llegado a un acuerdo con APG para gestionar la SOCIMI especializada en activos residenciales del fondo de pensiones holandés. La SOCIMI tiene el objetivo de alcanzar los 1.500 millones de euros en activos y Renta Corporación cobra un 1,5% por su gestión, además de ser propietaria del 3% de la SOCIMI. En 2019, Renta Corporación ha anunciado su intención de lanzar otros dos vehículos similares, lo que contribuirá a incrementar la capacidad de generación de caja y la visibilidad de resultados de la compañía. Por último, hay que destacar que vamos de la mano de un equipo gestor profesional y de gran experiencia, que ha sabido reinventar su negocio hacia un modelo de altos retornos sobre el capital empleado.

**Sonae Capital (6,0%, familiar):** es un vehículo inversor portugués gestionado por la familia Azevedo, que posee activos inmobiliarios y opera en los sectores turístico, energético e industrial. La compañía busca invertir en compañías portuguesas de nicho y que puedan tener un carácter exportador. Pensamos que la valoración por suma de partes de los distintos negocios es sustancialmente superior a su valor bursátil actual.

**Semapa (5,5%, familiar):** vehículo inversor portugués gestionado por la familia Queiroz, que controla cerca del 70% de la compañía papelera Navigator y el 100% de la cementera Secil y de la compañía de tratamiento de subproductos animales ETSA. Pensamos que el holding cotiza con un descuento excesivo frente a la valoración de sus participadas.



## Horos Value Internacional

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

La rentabilidad de Horos Value Internacional en el trimestre ha sido del -2,8%, frente al 4,4% de su índice de referencia. Desde su constitución el 21 de mayo de 2018 hasta el 30 de septiembre de este año, su rentabilidad ha sido del -19,6%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un 11,5%. Los resultados obtenidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta. Como muestra de la importancia de la inversión a largo plazo (recordemos que el periodo mínimo de inversión recomendado para nuestros productos es de cinco años) la rentabilidad anualizada obtenida por un inversor que haya acompañado a este equipo gestor desde sus inicios sería del 9,6% frente al 12,0% de su índice de referencia (para más información, puede consultar el anexo en la parte final de este documento).

En este periodo, los valores que más han aportado a la cartera del fondo son **Teekay Corp., Qiwi y Alphabet**. El holding americano, accionista de control de Teekay LNG y Teekay Tankers, recuperó en el trimestre parte del terreno perdido en bolsa los anteriores meses, según se acercaba su Día del Inversor, anunciado para primeros de octubre, en el que se esperaban novedades sobre el acuerdo de reparto de dividendos (IDR) que mantiene con Teekay LNG. Sin embargo, aunque fuera del periodo que comprende este comentario, merece la pena destacar que este evento ha sido suspendido tras el negativo impacto y la incertidumbre que ha supuesto para Teekay LNG, el bloqueo a la Joint Venture Yamal LNG que mantiene con Teekay LNG una de las filiales de la China COSCO, que se ha visto perjudicada por las sanciones impuestas por Estados Unidos por transportar, supuestamente, petróleo hacia Irán. Teekay espera resolver este asunto pronto, pero, ahora mismo, la incertidumbre sobre esta importante JV es muy elevada.

Por su parte, **Qiwi y Alphabet**, han mantenido una buena evolución tras la subida de recomendación de algunos analistas y la buena marcha de sus respectivos negocios.

En el lado negativo, destacan **Valaris** (antigua EnSCO), **Pendragon** y **Borr Drilling**. Poco que añadir sobre la evolución de las empresas de plataformas petrolíferas que no hayamos comentado en anteriores cartas. Este trimestre ha sido también de enorme volatilidad, con grandes caídas y subidas, que hemos aprovechado para reestructurar nuestro posicionamiento al sector. En concreto, hemos reducido nuestra posición en Valaris para entrar en otra compañía del sector, **Shelf Drilling**, cuyo perfil financiero y capacidad de generación de caja nos parecen menos arriesgados, sin renunciar a un elevado potencial de revalorización, apoyado por un interesante programa de recompra de acciones propias.

Con respecto a **Pendragon**, la mala evolución del negocio y los continuos cambios en la dirección de la compañía, están penalizando mucho al valor. Pensamos que Pendragon cotiza a múltiplos muy atractivos, pero hemos preferido limitar nuestra exposición hasta que se clarifique la situación del equipo directivo y sus potenciales futuras decisiones.

La cartera internacional ha tenido tres entradas (**Clear Media**, **Shelf Drilling** y **Value Partners**) en el periodo y una salida (**Booking Holdings**).

**Clear Media** es una compañía que conocemos desde hace años y en la que hemos decidido volver a invertir tras su gran corrección de los últimos meses. La empresa líder en publicidad al aire libre (marquesinas de autobuses) de China, está sufriendo uno de sus peores periodos económicos, tras el frenazo en el gasto en publicidad que se ha producido en el país, exacerbado por la concentración de Clear Media en clientes del sector de la tecnología. La compañía está tomando medidas para revertir la situación, implantando mejoras de eficiencia, reorganizando al equipo de ventas y diversificando su base de clientes hacia sectores más defensivos. Su actual posición financiera y su capacidad para generar caja, así como su atractiva valoración, nos han llevado a aprovechar lo que vemos como una situación coyuntural para la compañía.

**Value Partners** es otra compañía hongkonesa de gestión de fondos de inversión con sesgo *value* que conocemos, también, muy bien. El miedo a una ralentización en China ha llevado a que la compañía sufra una fuerte caída bursátil, hasta situarla en niveles no vistos en años, pese a que Value Partners gestiona el mayor patrimonio de su historia y cuenta con una gama de productos mucho más diversificada. La compañía mantiene una importante posición de caja que utiliza, en parte, para invertir en los fondos que gestiona, lo que contribuye a componer el valor para sus accionistas. Por último, Value Partners cotiza a un múltiplo muy atractivo de 5 veces su generación de caja actual.

En cuanto a la venta de **Booking Holdings**, esta se produce por su escaso potencial frente a otras alternativas de inversión.

Por último, este trimestre se produjo un cambio en la estructura de capital de **Naspers**. El holding sudafricano realizó la escisión (separación) de su negocio de plataformas de internet internacionales (como Tencent) en un nuevo holding llamado Prosus y cotizado en Holanda. El objetivo de este movimiento es reducir el peso de Naspers en el índice de valores de Sudáfrica, ya que, con la fuerte apreciación de su participación en la empresa china Tencent los últimos años, este se había incrementado hasta niveles insostenibles, que forzaban la venta de gestores de fondos locales que, por normativa, no podían mantener una concentración tan elevada en un mismo valor, contribuyendo a incrementar el descuento con el que Naspers cotiza frente a sus participadas. Tras el movimiento, Naspers pasa a controlar el 74% de Prosus y mantiene el 100% de sus (residuales) negocios de Sudáfrica.

Por nuestra parte, hemos decidido mantener nuestra inversión en los negocios de Naspers vía este holding, ya que Prosus cotiza con un descuento inferior frente a sus participadas y, por tanto, cuenta con un potencial de revalorización inferior. Por otro lado, es importante resaltar que el equipo directivo de Prosus mantiene unos incentivos de remuneración de largo plazo vinculados a la evolución de las acciones de Naspers, por lo que no descartamos una gestión de capital encaminada a seguir trabajando para reducir el descuento con el que cotiza Naspers sobre sus participadas.

A cierre de trimestre, el **potencial de la estrategia internacional para los próximos tres años se sitúa en torno al 158%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada *teórica* del 37,1%. Para el cálculo de este potencial, realizamos un estudio individual de cada valor que compone la cartera. Estas rentabilidades teóricas no son una garantía de que el fondo vaya a tener un buen comportamiento en los próximos tres años, pero sí dan una idea de lo atractivo que es el momento actual para invertir en Horos Value Internacional.

## Estructura de la cartera

La cartera cuenta con 36 valores y con cuatro temáticas que aglutinan el grueso de la misma. La principal está compuesta por **compañías vinculadas a las materias primas (30%)**, especialmente uranio, acero inoxidable y petróleo. Otro bloque importante es el que engloba a **valores emergentes olvidados (18%)** o poco seguidos por la comunidad inversora, fundamentalmente de Asia. La inversión en

**plataformas tecnológicas (11%)** con poderoso efecto de red que aún cotizan a precios muy atractivos para invertir y en compañías del **Reino Unido (8%)**, impactadas por el *brexit*, serían las otras dos temáticas importantes de inversión.

Por último, la **liquidez** de la cartera a cierre de trimestre se sitúa en el **3,8%**.

## Principales posiciones

**Keck Seng Investments (5,4%, emergente olvidada):** es una compañía familiar hongkonesa fundada a comienzos de la década de los 40 por la familia Ho, dueña del 75% del vehículo, por lo que sus intereses están alineados con los de sus accionistas. El holding está especializado en la propiedad y gestión de hoteles en Estados Unidos, China, Japón, Vietnam y Canadá. Keck Seng cuenta, además, con una importante cartera residencial en Macao que esperamos se beneficie de la reciente apertura del puente que une Hong Kong con esta ciudad. La poca liquidez de la acción o el hecho de que los activos se valoren a coste de adquisición en el balance, han contribuido a generar una ineficiencia en el mercado a nuestro parecer injustificada.

**Uranium Participation Corporation (5,2%, materias primas):** vehículo de inversión que compra y almacena uranio, para su posterior venta. Dadas nuestras positivas perspectivas para el precio del uranio y la limitada estructura de costes de este vehículo, hemos decidido concentrar nuestra inversión en este tipo de compañías (también somos accionistas de Yellow Cake, vehículo similar cotizado en Londres) y renunciar, a estos precios, a la exposición vía compañías mineras, donde tendríamos que asumir un mayor riesgo de pérdida en un escenario adverso, así como riesgos operativos vinculados a la gestión y desarrollo de proyectos y minas.

**Aperam (4,8%, familiar):** se trata de uno de los principales productores de acero inoxidable del mundo, con fuerte exposición a Europa y Latinoamérica. Después de un par de años de buen comportamiento bursátil, fruto de la racionalización de la oferta del sector y las medidas *antidumping* impuestas por Europa frente a productores asiáticos, el impacto de las tarifas del presidente americano Trump sobre este metal han impactado, a nuestro entender, de manera excesivamente negativa al valor.

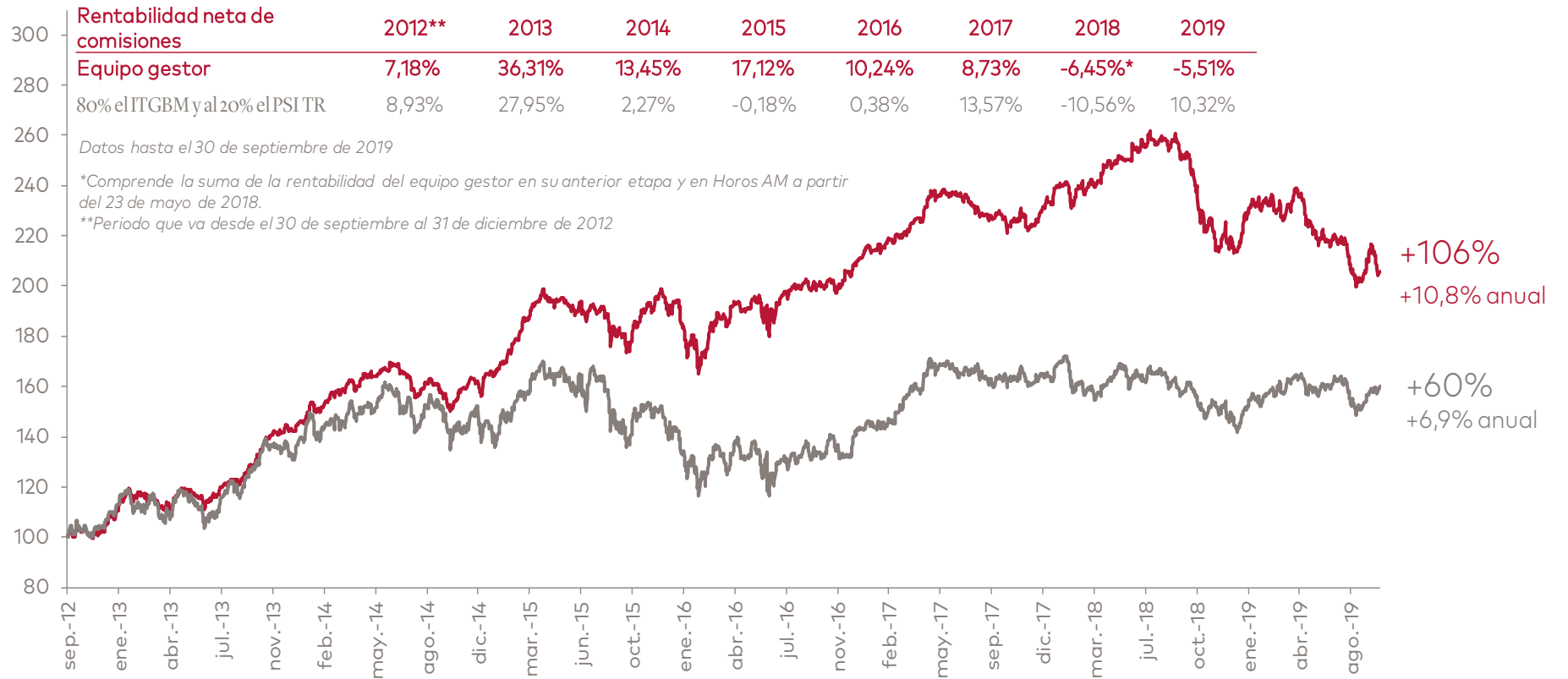
**AerCap Holdings (4,7%, otros):** una de las compañías líderes del mundo en leasing de aviones. Se trata de un negocio con elevada recurrencia de ingresos y con buenas perspectivas futuras, dado el crecimiento esperado en la producción y demanda de aviones para los próximos años, derivado, fundamentalmente, de las necesidades de las economías desarrolladas y el crecimiento esperado de las emergentes. Pese a tratarse de un negocio con importante apalancamiento financiero, pensamos que la estabilidad de los flujos que genera el negocio, así como la correcta gestión de capital de los últimos años, adquiriendo ILFC a precios muy atractivos en 2013 o recomprando acciones con importante descuento, justifican invertir en una compañía que consigue ROEs históricos del 12% y cotiza hoy con descuento sobre su valor en libros y a menos de 10x beneficios.

**Teekay Corp. (4,2%, materias primas):** es una compañía holding propietaria de compañías navieras que explotan buques metaneros (Teekay LNG) y tanqueros (Teekay Tankers). Teekay Corporation es la propietaria del c. 33% de Teekay LNG, mayor compañía naviera de transporte de Gas Natural Licuado del mundo por tamaño de flota. Teekay Corporation, por la gestión de Teekay LNG, le cobra una comisión que es creciente en función de la distribución de efectivo que haga Teekay LNG. A día de hoy, la distribución de efectivo de Teekay LNG es baja (a pesar de que ha subido un 36% para 2019) por el objetivo de desapalancar la compañía, lo que oculta para el mercado el valor que supone el incremento en las distribuciones que esperamos para los próximos años.

# Anexo

## Rentabilidades

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



# Rentabilidades

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

Rentabilidad neta de comisiones	2012**	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Equipo gestor	13,90%	19,90%	17,60%	14,90%	11,00%	11,60%	-13,72%*	0,89%
MSCIACWINEt Total Return EUR	8,17%	17,49%	18,61%	8,76%	11,09%	8,89%	-5,05%	21,84%

Datos hasta el 30 de septiembre de 2019

\*Comprende la suma de la rentabilidad del equipo gestor en su anterior etapa y en Horos AM a partir del 23 de mayo de 2018.  
 \*\*Periodo que va desde el 31 de mayo al 31 de diciembre de 2012



+129%  
 +12,0% anual  
 +97%  
 +9,6% anual

# Potenciales

## Potencial histórico del equipo gestor

Datos desde 31 de marzo de 2014 hasta el 30 de septiembre de 2019

\*Hasta el 21 de mayo 2018 comprende el potencial del equipo gestor en su anterior etapa y desde entonces en Horos AM.

