

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

OCTUBRE 2021

OCTUBRE 2021

Estimado co-inversor,

Terminamos otro trimestre alcista que mantiene la positiva evolución bursátil iniciada a finales de 2020. Este trimestre se ha caracterizado por un fuerte repunte de la inflación, derivado de importantes cuellos de botella que se han formado en distintas industrias. Nuestras carteras están preparadas para un entorno inflacionario como el actual y se han beneficiado de ello. Por un lado, Horos Value Internacional se anotó un 3,5% en el trimestre y acumula un 33,6% en este 2021, frente al 1,2% y 17,3%, respectivamente, de su índice de referencia. Por su parte, Horos Value Iberia arrojó una rentabilidad del 1,7% en el trimestre y lleva un 20,4% en el año, por encima del 1,4% y 11,3% correspondiente de su índice comparable. Desde el inicio de Horos (21 de mayo de 2018), Horos Value Internacional consigue una rentabilidad del 17,0%, mientras que Horos Value Iberia obtiene una rentabilidad del 4,9%. Desde 2012, las rentabilidades obtenidas serían del 186% para la cartera internacional y del 163% para la cartera ibérica, en comparación con un 204% y un 69% para sus índices de referencia.¹

Sin embargo, este trimestre ha visto también cómo el sector inmobiliario chino iniciaba un potencial pinchazo, tras años de fuerte crecimiento en volúmenes y precios. Dada la relevancia de la economía china (directa e indirecta) en nuestra cartera, dedicaré la presente carta a explicar los importantes cambios regulatorios anunciados por su gobierno el último año, cómo encajan estos dentro de su modelo de crecimiento económico, cuál es la situación actual del sector inmobiliario y cómo impacta todo ello en nuestras inversiones.

Agradeciendo su confianza, reciba un cordial saludo,

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones
Horos Asset Management

¹ El dato incluye los resultados obtenidos por el equipo gestor en su anterior etapa profesional (mayo/septiembre de 2012 hasta el 21 de mayo de 2018). Rentabilidades pasadas, no son garantía de rentabilidades futuras.

Resumen ejecutivo

Creo que (los chinos) permitirán a la gente enriquecerse. Han aprendido que eso funciona.

— Charlie Munger

Este año ha sido de enorme actividad en China, en cuanto a intervencionismo regulatorio se refiere, lo que ha generado nerviosismo y dudas entre la comunidad inversora global. Esta incertidumbre se ha visto más acrecentada por la delicada situación del gigante promotor **Evergrande** y el efecto dominó que está desencadenando en el sector inmobiliario. ¿A qué se debe este incremento en la regulación? ¿Cómo encaja dentro del modelo económico chino? ¿Qué sucede con **Evergrande**? ¿Arrastrará su potencial caída al resto del sector? Este documento pretende dar nuestra humilde respuesta a estas difíciles preguntas, con el fin de dilucidar el potencial impacto que todo ello puede tener sobre nuestras inversiones en el país asiático.

Adicionalmente, hablaremos de los movimientos más significativos que se han producido en nuestras carteras. Entre otros, podemos destacar que en Horos Value Internacional hemos vendido nuestra posición en **Ercros** e **Infotel**. Por el contrario, hemos iniciado cuatro nuevas posiciones en el trimestre. En concreto, hemos invertido en la compañía de servicios para la industria del petróleo y la energía **TGS**, en la empresa de casinos en Camboya **NagaCorp**, en la compañía de carbón metalúrgico **Ramaco Resources** y en la productora de cannabis **Millenium Investment and Acquisition**. Por su parte, en Horos Value Iberia hemos incorporado al grupo de distribución **DIA** y a la empresa de renovables **Greenalia** y hemos vendido **Ercros**.

La hormiga que desafió al dragón

¡Nunca te rías de dragones vivos!

— Bilbo Bolsón (“El Hobbit”)

A finales del pasado 2020 estaba previsto que Ant Group, compañía de medios de pago y financiación china, hiciera su debut bursátil y se convirtiera en la mayor salida a bolsa de la historia. Esta OPV (Oferta Pública de Venta) iba a ser el colofón a la exitosa carrera empresarial de Jack Ma, fundador del gigante de comercio electrónico **Alibaba Group** (“Alibaba”, en adelante) y principal accionista, junto con la propia **Alibaba**, de Ant Group. Sin embargo, todo se torció el 24 de octubre de ese año, cuando Ma pronunció un discurso en la Cumbre Bund de Shanghai, un prestigioso evento de alcance internacional. En el acto, el empresario habló de por qué el sector bancario chino debería evolucionar aprovechando los avances de la tecnología y de la inteligencia de datos (*big data*) y cómo Ant Group jugaría un papel relevante en ese desarrollo. Así mismo, lanzó varias críticas al sector bancario y al regulador chinos, calificándolos de “anticuados” e, incluso, de “inexpertos”.² Por tanto, un ataque directo al Partido Comunista de China y a su máximo exponente, Xi Jinping.

¿Las consecuencias de este osado discurso? El regulador chino modificó a los pocos días las reglas del juego en el mercado del crédito, exigiendo cambios drásticos en el modelo de negocio de Ant Group y forzándola, de esta manera, a postponer su salida a bolsa.³ A su vez, **Alibaba** comenzó a ser investigada por posibles prácticas monopolísticas y, para dar más oscuridad al asunto, Jack Ma fue citado en Beijing para ser cuestionado sobre ciertos temas regulatorios, desapareciendo durante varios meses de la vida pública, lo que contribuyó (y contribuye aún) a alimentar todo tipo de rumores.⁴ Desde el discurso de Ma hasta el mínimo que alcanzó varios meses después, **Alibaba** vio cómo se evaporaban, tras corregir su cotización más de un 50%, alrededor de 400.000 millones de dólares de su valor bursátil.

Empero, las intervenciones del gobierno chino no terminaron ahí. Desde ese momento, es anómala la semana en la que no nos despertamos con la noticia de

² Xu, Kevin (9 de noviembre de 2020): Jack Ma’s Bund Summit Speech. *Interconnected*.

³ Canales, Katie (28 de diciembre de 2020): China has ordered Ant Group to overhaul its goliath financial business and ‘return to its payment origins’. *Business Insider*.

⁴ Calhoun, George (24 de junio de 2021): What Really Happened to Jack Ma? *Forbes*; Cotizalia (20 de octubre de 2021): ¿Desafío o reconciliación con Pekín? Jack Ma está en Mallorca y Alibaba se dispara en bolsa. *El Confidencial*.

una nueva medida regulatoria anunciada sobre diferentes sectores del gigante asiático. Seguramente, uno de los movimientos más sonados fue la orden dada a las **compañías de tutorías extraescolares** a finales de julio, instándolas a cesar parte de sus actividades y a convertirse en organizaciones sin ánimo de lucro. La noticia desató, como no puede ser de otra manera, una virulenta ola vendedora de las acciones de estas entidades, propiciando caídas del 70% en tan solo dos jornadas para algunos jugadores del sector.⁵

Otras medidas anunciadas han ido más encaminados a poner cortapisas a los negocios de los **gigantes tecnológicos** del país. Así, podríamos destacar la eliminación de las provisiones de exclusividad que imponían las plataformas tecnológicas a sus proveedores, impidiendo a estos operar con sus competidores; la implantación de mejoras laborales para los repartidores de plataformas de entregas a domicilio; la prohibición de ostentar derechos exclusivos sobre licencias de música; las restricciones a menores en el uso de (y gasto en) videojuegos o la mayor regulación en la protección y el uso de datos personales.⁶ En definitiva, una serie de cambios regulatorios que impactarán, en mayor o menor medida, a las compañías de este sector, lo que ha repercutido muy negativamente en su evolución bursátil. De esta manera, a la fuerte corrección comentada de **Alibaba**, se le unió las de otras plataformas, como **Tencent Holdings** (c. -40% desde máximos), **Tencent Music** (c. -70%), **Baidu** (c. -55%), **Meituan** (c. -50%) o **DiDi Global** (c. -50%), por citar algunos ejemplos.

Más recientemente, el gobierno chino dejó entrever también un mayor control sobre el negocio de los casinos de Macao, contribuyendo a que compañías como **Wynn Macau** o **Sands China** se dejaran cerca de un 30% de su valor bursátil en una sola sesión.⁷ Adicionalmente, a finales de septiembre, comunicó a 25 **entidades financieras** su intención de realizar una inspección disciplinaria, para asegurarse de que no se están desviando de las directrices del Partido, de que se están teniendo en cuenta las necesidades financieras del pueblo chino y de que se gestiona el negocio con un férreo control del riesgo financiero sistémico.⁸

⁵ Webb, Quentin and Koh Ping, Chong (26 de julio de 2021): China cracks down on after-school tutoring sector, sending shares sinking. *The Wall Street Journal*.

⁶ Si desea profundizar, recomiendo las últimas cartas trimestrales de las gestoras RV Capital y Hayden Capital. En español, también es recomendable la nota que publicó la gestora Bestinver al respecto.

⁷ elEconomista.es (15 de septiembre de 2021): Consternación en Macao: China sube la apuesta regulatoria y los casinos pierden 18.000 millones de dólares. *El Economista*.

⁸ Xinhua (27 de septiembre de 2021): China's anti-graft chief stresses disciplinary inspection of financial institutions. *China Daily*.

En total, desde noviembre del pasado año hasta mediados de octubre, se han contabilizado **108 acciones regulatorias en 22 sectores**.⁹ Ciertamente, resulta harto difícil anunciar más medidas y de tanto calado en menos tiempo. Por si alguien se lo está preguntando, no parece que este "arrebato" intervencionista de Xi Jinping vaya a frenarse próximamente. Sin ir más lejos, el nuevo plan quinquenal, anunciado por su gobierno el pasado mes de agosto, marca unas líneas muy claras de mayor intervencionismo para los próximos años.¹⁰ Pero ¿a qué se debe este (aparente) cambio de dirección en un país que, en algunos aspectos, parecía incluso más capitalista que los propios Estados Unidos? ¿Acaso desea China volver a sus orígenes comunistas? ¿Quiere Xi Jinping convertirse en un nuevo Mao como algunos vaticinan?¹¹

¿Hacia un nuevo paradigma?

No importa que el gato sea blanco o negro; mientras pueda cazar ratones, es un buen gato.

— Deng Xiaoping

China es un país que suscita siempre mucha controversia por la manera en que funciona a todos los niveles. Obviamente, la batería de medidas intervencionistas que acabo de resumir ha generado mucho debate en distintos ámbitos académicos, incluyendo también el mundo de la inversión. En concreto, me gustaría destacar la opinión de dos leyendas de la inversión "macro", precisamente porque sus visiones son diametralmente opuestas a este respecto. Efectivamente, me refiero a **George Soros** y a **Ray Dalio**.

Soros ha sido muy contundente a la hora de posicionarse contra el régimen de Xi Jinping. En concreto, aprovechando que **BlackRock** -la mayor gestora de activos del mundo- anunció un acuerdo por el que se convertía en la primera entidad extranjera con autorización para comercializar sus productos financieros en China y que, además, había decidido asignar un peso importante de sus carteras en el mercado bursátil de este país, el inversor húngaro escribió un duro artículo de opinión en el prestigioso periódico *The Wall Street Journal*, argumentando por qué esta entidad erraba al apostar tan decididamente por China.¹² Y es que Soros cree

⁹ The Daily Shot (14 de octubre de 2021).

¹⁰ Hoskins, Peter (12 de agosto 2021): China says crackdown on business to go on for years. *BBC News*.

¹¹ Wei, Lingling (20 de septiembre de 2021): Xi Jinping Aims to Rein In Chinese Capitalism, Hew to Mao's Socialist Vision. *The Wall Street Journal*.

¹² Soros, George (6 de septiembre de 2021): BlackRock's China Blunder. *The Wall Street Journal*.

que **Xi Jinping utilizará todas las empresas chinas, estatales y privadas, para perpetuarse en el poder** y no dudará en despreciar y esquilmar al inversor extranjero, llegado el caso. Además, criticó en el mismo artículo la masiva inyección de dinero de **BlackRock** en el país, en un momento en el que Estados Unidos y China pujan, más que nunca, por imponer dos sistemas de gobierno que se encuentran en las antípodas.

Como curiosidad, ante las acusaciones vertidas por Soros en el Wall Street Journal, el gobierno chino no tardó en tachar a este, a través del periódico estatal Global Times, de "terrorista económico global", la persona "más diabólica del mundo" e, incluso, "hijo de satán".¹³ Con todo, por si quedasen dudas de su posicionamiento, Soros ha demostrado sus palabras con actos. Así, a primeros de este mes, **Dawn Fitzpatrick**, consejera delegada y directora de inversiones de Soros Fund Management, confirmó en una recomendable entrevista para Bloomberg Invest Global que no tenían nada invertido en China y que consideraba arriesgado hacerlo.¹⁴

A simple vista, es difícil quitarle la razón a Soros en todo lo que argumenta. Sin embargo, como decíamos antes, existe otro gran inversor con una opinión diferente. Ray Dalio, en un artículo publicado en la red social LinkedIn el pasado mes de julio, se lamentaba de que la visión occidental de lo que sucede en China sea bastante incompleta, generalmente por quedarse con el titular (por ejemplo, la intervención en el sector de la educación) y perderse u obviar la motivación (reducir el disparatado coste educativo) y el objetivo último buscados con la medida (facilitar el acceso a la educación a la población). Dice Dalio también que, si uno mira la trayectoria de las últimas décadas de China, resulta claro que el gobierno ha apoyado un desarrollo "**rápido y continuo del mercado de capitales, de la empresariedad y de la apertura a inversores extranjeros**".¹⁵

Así mismo, en una entrevista para Bloomberg Markets and Finance, Dalio destacaba que, bajo muchas métricas (como la tasa impositiva para empresas), China era más capitalista que los Estados Unidos y que, ni de lejos, este país buscaría un modelo económico "tan de izquierdas" como es el de Europa.¹⁶ En definitiva, Dalio cree que **el gobierno chino busca incrementar la riqueza del país bajo un modelo capitalista, pero siempre redirigiendo y redistribuyendo esa**

¹³ Pao, Jeff (8 de septiembre de 2021): Chinese state media label George Soros a 'terrorist'. *Asia Times*.

¹⁴ Parmar, Hema y Burton, Katherine (5 de octubre de 2021): Soros's Fitzpatrick Says Firm Not Putting Money Into China. *Bloomberg*.

¹⁵ Dalio, Ray (31 de julio de 2021): Understanding China's Recent Moves in Its Capital Markets. *LinkedIn*.

¹⁶ Bloomberg Markets and Finance (21 de septiembre de 2021): *Ray Dalio on Evergrande, China, Bitcoin and the Fed*. YouTube. https://www.youtube.com/watch?v=MPNTRJxbq_w

riqueza entre la población. Por tanto, bajo su visión, Dalio llega a la conclusión de que todo inversor debería tener parte de su cartera en el mercado bursátil del país asiático.

Desde luego, impresiona cómo ante una misma realidad, dos inversores tan reputados y con tantísima experiencia, lleguen a conclusiones tan antagónicas.¹⁷ La moraleja que podemos extraer de esta polaridad, sin duda, es que invirtamos o no en China, no debemos obviar lo que sucede allí, ya que nos terminará impactando de una manera o de otra. Dicho esto, siendo como somos inversores en compañías cotizadas del mercado hongkonés, alguna con el grueso o la totalidad de su negocio en China, es de justicia que demos nuestra visión sobre lo que está sucediendo, cómo está impactando a nuestras posiciones y cómo hacemos siempre nuestra aproximación inversora en este mercado.

El tecno-socialismo o el sueño de la planificación central

En los últimos 100 años hemos llegado a creer que la economía de mercado es el mejor de los sistemas (...) pero debido a la capacidad de acceder y usar todo tipo de datos, puede que seamos capaces de encontrar la mano invisible del mercado.

— Jack Ma

Si tuviéramos que inclinarnos por una de las dos visiones que he expuesto en el apartado anterior, seguramente sería por la de Ray Dalio, aunque solo fuera por coherencia, al contar con un peso importante de nuestra cartera internacional en compañías que cotizan en la Bolsa de Hong Kong. No obstante, nuestra concepción del modelo económico chino y de sus objetivos es, en general, muy similar a la descrita por el inversor americano.

Que China es un país controlado a TODOS los niveles por el gobierno (como criticaba Soros) es una realidad. Como lo es también que base su desarrollo, en gran parte, en un modelo más capitalista que el de ningún país, como defiende Dalio. Esta dualidad ha sido bautizada, generalmente, como **capitalismo de Estado**. Pero ¿cómo funciona exactamente un sistema en el que conviven el yin y el yang de los modelos económicos? Para explicarlo, voy a apoyarme en el excelente

¹⁷ Algunos inversores reputados, como Kyle Bass (Hayman Capital), no dudan en criticar a Dalio por tener un claro conflicto de interés, al ser China uno de los principales inversores de la gestora Bridgewater Associates, de la que Dalio es co-fundador y co-presidente. HedgeEye (6 de octubre de 2021): Kyle Bass: "China Is The Enemy → Wall Street Firms Are Too Entwined With The CCP" (Investing Summit). YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=9Rsu-TbEm6k>

libro "**El gran sueño de China**" de Claudio F. González, recientemente publicado por la editorial Tecnos.¹⁸ El autor se sustenta en su experiencia de varios años trabajando en las instituciones más prestigiosas de China, además de varios centros de investigación, innovación y emprendimiento.

En concreto, González defiende que existen tres modelos de desarrollo económico o, más en concreto, de progreso tecnológico y bienestar social. Por un lado, nos encontramos con el **modelo de Estados Unidos**. Bajo este sistema, el progreso tecnológico proviene, en general, de la iniciativa privada (pensemos en cómo nacieron los gigantes tecnológicos americanos o en la revolución del gas de lutita o *shale gas* y del petróleo de esquisto o *shale oil*) y, posteriormente, los mecanismos de prueba y error llevarán a que los agentes económicos adopten la tecnología que más contribuya a su bienestar social. En ese proceso final, la regulación tratará de proteger, en teoría, los intereses del consumidor, maximizando el binomio progreso tecnológico-bienestar social.¹⁹

Por su parte, el **modelo de Europa** sería uno mucho más intervencionista desde el inicio, abogando por una fuerte regulación que marque las reglas del juego una vez empieza a despuntar alguna tecnología, generalmente de iniciativa privada. Obviamente, el (ingenuo) sueño de los dirigentes europeos es llegar al mismo punto de desarrollo tecnológico y bienestar social que Estados Unidos, pero la realidad suele ser muy tozuda.

Por último, el **modelo de China** buscaría mejorar ambos sistemas de la siguiente manera. En un estadio inicial, la iniciativa privada y la pública van de la mano, hasta niveles inconcebibles en las sociedades occidentales. Los gobiernos locales apoyan a las empresas *como sea necesario* (siempre bajo los objetivos marcados desde arriba), fomentando una competencia que, bajo nuestro prisma, resultaría ilegal e injusta.²⁰ Este sistema de capitalismo de Estado permite alcanzar, en teoría, niveles de desarrollo y progreso tecnológicos superiores y, seguramente, de manera más rápida que los modelos de Europa y Estados Unidos, aunque con niveles inferiores de bienestar social. Fruto de esta forma de actuar han surgido, los últimos años, gigantes tecnológicos que dominan y permean todos los ámbitos de

¹⁸ González, Claudio. F. (2021): *El gran sueño de China. Tecno-socialismo y capitalismo de Estado*. Tecnos.

¹⁹ Existe cierto debate sobre el papel del Estado en esa innovación tecnológica. Posiblemente, la economista italiana Mariana Mazzucato haya sido una de las mayores defensoras de la idea de que todos los avances tecnológicos provienen de programas estatales de investigación [Mazzucato, Mariana (2019): *El Estado emprendedor (Edición ampliada)*. RBA Libros]. Como contrapunto a esta idea, recomiendo el informe "El Estado emprendedor. ¿Realmente es el Estado el impulsor de la investigación básica y la innovación?" del Instituto Juan de Mariana (agosto 2016).

²⁰ Para profundar sobre este "salvaje" ecosistema empresarial, recomiendo la lectura de la carta trimestral que publicamos en enero de 2020 (ver [aquí](#)). Por supuesto, también: Lee, Kai-Fu (2018): *AI-Superpowers: China, Silicon Valley and the New World Order*. Boston: Houghton Mifflin Harcourt.

la sociedad china. Sin embargo, el gobierno chino no busca quedarse aquí, ya que de nada sirve este progreso tecnológico si no se traduce en un mayor bienestar social, o lo que el Partido Comunista de China entiende como tal. Entraríamos aquí en el terreno de una ingeniería social (de corte futurista) o **tecno-socialismo**.²¹

En concreto, el gobierno chino busca, mediante la restricción de libertades y el sacrificio común de la sociedad del país, lograr un punto de progreso y bienestar social superior al alcanzado por los modelos de Estados Unidos y de Europa. Efectivamente, esto ya se ha intentado antes -y no con mucho éxito- en la propia China y en otros trágicos casos de planificación central absoluta.²² Además, economistas pertenecientes a la Escuela Austriaca de Economía, como **Ludwig von Mises, Friedrich von Hayek** o **Jesús Huerta de Soto**, por citar algunos de sus mayores exponentes, ya explicaron a nivel teórico por qué es imposible la planificación (y el cálculo económico) de una sociedad o Socialismo.²³ Simplificando al extremo, el conocimiento de la sociedad se encuentra (¿infinitamente?) disperso entre los agentes económicos, con lo que *solo* puede organizarse a través de un proceso espontáneo que utiliza los precios (beneficios) como mecanismo señalizador de las decisiones de estos, facilitando el progreso y el mayor bienestar social. Por tanto, ninguna autoridad central podrá nunca organizar mejor la sociedad, al carecer de todo ese conocimiento que existe y que, además, evoluciona de manera continua y dinámica.

*La mente humana es incapaz de abarcar el conjunto de conocimientos que impulsan las acciones sociales.*²⁴

Sin embargo, uno no puede dejar de preguntarse si, con el desarrollo de la inteligencia artificial y el auge exponencial de la inteligencia de datos, podríamos acercarnos, como anunciaba Jack Ma en el epígrafe de este apartado, al punto en el que la planificación central pueda aproximarse a ese ideal teórico que persigue. Pensemos que en China TODO se realiza mediante el móvil, con lo que **el gobierno chino, a través de las empresas, controla todos los datos sobre el comportamiento del ciudadano**. ¿Qué lee? ¿Qué escribe? ¿Qué consume? ¿Cómo se siente? Prácticamente, tiene acceso a todo lo que sucede en sus cabezas. Y, en base a esta información (y a sus intereses), va realizando ajustes en sus políticas, siendo de

²¹ González, Claudio. F. (2021): *idem*.

²² Para el caso chino, recomiendo Dikötter, Frank (2017): *La gran hambruna en la China de Mao: Historia de la catástrofe más devastadora de China (1958-1962)*. Acantilado.

²³ Mises, Ludwig H. E. von (1920): *El Cálculo Económico en el Sistema Socialista*; Hayek, Friedrich A. von (1948): *Individualismo y orden económico*. University of Chicago Press; Huerta de Soto, Jesús (1992): *Socialismo, Cálculo Económico y Función Empresarial*. Unión Editorial.

²⁴ Hayek, Friedrich A. von (2019): *Los fundamentos de la libertad (Décima edición)*. Unión Editorial.

esto reflejo las medidas regulatorias que hemos comentado al inicio de la carta y su objetivo último de alcanzar la "**prosperidad común**".²⁵

No sabemos si China (y otros países) conseguirán este (perverso) objetivo de maximizar el progreso y el bienestar social por encima de otros modelos, a costa de supeditar el individuo al conjunto de la sociedad. Lo que sí tenemos claro es que el camino, puede no ser el de rosas que sobre el papel uno podría tener en mente. Por eso, para terminar este repaso a las decisiones del gobierno chino y los objetivos de su sistema económico, tenemos que detenernos también a hablar de la situación actual del sector inmobiliario chino, a tenor de lo que está sucediendo las últimas semanas con algunas compañías de su sector y, en concreto, con el promotor inmobiliario **Evergrande Group** ("Evergrande", en adelante).

¿Un dragón sin fuego?

Si se quiere conquistar el mundo, más vale tener dragones.

— Grif el Joven ("Danza de Dragones. Canción de Hielo y Fuego")

Para entender cómo ha llegado el sector inmobiliario chino a su complicada situación actual, es necesario explicar, muy rápidamente, la evolución del modelo de crecimiento económico de este país. Los primeros años de este siglo XXI, China basó su crecimiento en la **exportación de mercancías**, gracias a contar con una industria exportadora muy competitiva. Estas mercancías eran compradas por los países occidentales, especialmente Estados Unidos, apoyándose en un continuo incremento de su endeudamiento privado. Sin embargo, con el pinchazo de esa expansión global del crédito privado en 2007 y la Gran Recesión de los años posteriores, China se encontró con que la demanda de los productos que exportaba ya no era tan vigorosa como antes, llevándola a reorientar su modelo de crecimiento para evitar una desaceleración económica. En concreto, China fomentó una mayor contribución de la **demanda interna** (gasto), apoyándola (¿cómo no!) en un fuerte endeudamiento privado, hasta doblar los niveles de los años previos a 2008 y situarse alrededor del 220% del PIB.²⁶ ¿Dónde se concentraron estos mayores gasto y endeudamiento? Efectivamente, en el sector inmobiliario.

²⁵ Hass, Ryan (9 de septiembre de 2021): Assessing China's "common prosperity" campaign. *Brookings*.

²⁶ Juan Ramón Rallo (19 de septiembre 2021): ¿Qué está pasando en China con Evergrande? YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=oJiTVjq62bw>

Pero ¿cómo de importante ha sido este impulso al sector inmobiliario chino? ¿Existe una gran burbuja a punto de explotar? Desde luego, resulta tentador llegar a conclusiones rápidas si recordamos las ya clásicas imágenes de ciudades fantasma o los vídeos de demoliciones simultáneas de varios rascacielos. Sin embargo, antes de aventurarnos en esta dirección, conviene repasar los indicadores y ratios que suelen utilizarse para intentar dilucidar si China adolece o no de una burbuja inmobiliaria.

Empecemos por el peso del sector en el Producto Interior Bruto (PIB) del país, ya que nos puede dar pistas de cómo de relevante es la desviación de recursos productivos de China hacia esta industria. Pues bien, el crecimiento ha sido tal esta última década que se estima que contribuya a **cerca del 30% del PIB de China**, superando por poco los niveles alcanzados por España -y por mucho los de Irlanda o Estados Unidos- en el apogeo de su burbuja inmobiliaria.²⁷

Otro indicador muy relevante es la ratio de precio promedio de la vivienda en relación con el ingreso per cápita del ciudadano chino, para estimar el esfuerzo económico (años) que tendría que realizar para pagar el inmueble. Ciertamente, el sector inmobiliario chino no sale tampoco muy bien parado en este caso. Tanto en términos agregados, como mirando las principales ciudades del país, el ciudadano chino tardaría más años en completar la adquisición de la vivienda que en otros países y/o ciudades de referencia. En concreto, aunque es difícil comparar cifras homogéneas y son datos para mirar con cautela, le llevaría más de **40 años pagar la totalidad del precio de la vivienda** en Shenzhen y Beijing y más de 30 en Shanghái y Guangzhou. Se tratan de métricas cercanas al especial caso de Hong Kong (46 años) y muy superiores a las de París (20 años), Tokio (14 años) o Londres (13 años).²⁸

Por tanto, nos encontramos con una economía volcada en el sector de la vivienda, pese a que los precios parecen difícilmente asumibles por el comprador promedio. Sin embargo, pese a ello, el ciudadano chino sí ha adquirido viviendas todos estos años. De hecho, China cuenta con uno de los mayores niveles de **vivienda en propiedad** del mundo (superiores al 80% en el parque urbano) y de personas con más de una vivienda en propiedad (superior al 20%).²⁹ ¿Qué motivos subyacen a esta paradoja? Por un lado, los programas estatales de apoyo a la compra de

²⁷ Batarags, Lina (1 de octubre de 2021): The Evergrande crisis: 4 questions that explain why China's property market, which is twice as big as America's and where 20% of homes are empty, matters. *Business Insider*; Fernández, Daniel (27 de septiembre de 2021): Caso Evergrande: ¿hay burbuja inmobiliaria en China? *UFM Market Trends*.

²⁸ J.P. Morgan Asset Management Guide to China (2021).

²⁹ Huang, Youqin. He, Shenjing y Gan, Li (enero 2021): Introduction to SI: Homeownership and housing divide in China. *Cities. Volume 108* (102967).

vivienda durante los años de lenta y progresiva privatización de parte del parque público (en los años 90, no se permitía la propiedad de la vivienda), otorgando subsidios, obligando a contar con una cuenta de ahorro vivienda y a conceder hipotecas a bajos tipos de interés, entre otros. Por otro lado, las escuelas públicas generalmente aceptan como alumnado solo a niños de familias propietarias de viviendas cercanas al colegio. Adicionalmente, persisten factores culturales que no debemos obviar, como el cumplimiento de un objetivo vital *taoísta* al comprar una vivienda o el prerequisite de esta para poder contraer matrimonio (dado que hay varias decenas de millones de hombres más que mujeres en China, se entiende quién tiene la sartén por el mango). Por último, los casos de fraude y el poco desarrollo relativo del mercado bursátil chino, pueden explicar también la compra de vivienda como alternativa de inversión.³⁰ De hecho, se estima que la vivienda supone, en promedio, más del 60% de los activos de una familia china, en comparación con el 23% en Estados Unidos, algo más del 35% en Japón o el 50% en Reino Unido.³¹

Obviamente, de nada sirven todos estos condicionantes si las familias chinas no alcanzan económicamente a costearse estas viviendas. De ahí que la contraparte a los elevados precios relativos haya sido un incremento, muy importante, del **endeudamiento de las familias** del país asiático. En concreto, el endeudamiento de los hogares ya supone más del 60% del PIB del país, cuando a principios de 2015 rondaba el 35%. Aunque la tendencia al alza persiste, el dato se situaría aún por debajo del 75-80% actual de las economías desarrolladas. Empero, más alarmante resultaría el dato de endeudamiento de las familias chinas si lo comparamos con su renta personal disponible. En este caso, hablamos de un c. 130% a cierre de 2020, un récord histórico y una cifra que ronda los niveles alcanzados por Estados Unidos o España en su burbuja inmobiliaria, en los años 2007-2009.³²

Por tanto, sin entrar en valorar si podemos catalogar la situación del sector inmobiliario chino como burbuja, sí que podemos concluir que, bajo diversas métricas, los niveles actuales de precios parecen difícilmente sostenibles. Ahora bien, ¿cuánto tiempo puede durar este entorno de precios elevados? Y, lo que es más importante, ¿cuál está siendo la actitud del gobierno chino al respecto?

³⁰ Sun, Li (abril 2020): Housing Affordability in Chinese Cities. *Lincoln Institute of Land Policy*. Working Paper WP20LS1.

³¹ Goldman Sachs Global Investment Research (2021).

³² Huifeng, He (7 de agosto de 2021): Could China's rising household debt threaten Beijing's consumer-led growth vision? *South China Morning Post*.

Las delgadas líneas rojas

No hay más que una delgada línea roja entre la cordura y la locura.

— Viejo refrán del Medio Oeste (“La Delgada Línea Roja”).

Como comentamos anteriormente, el modelo económico de China busca, desde la planificación central, maximizar el bienestar de la sociedad. Para alcanzar ese utópico objetivo, tiene que hacer frente a dos círculos viciosos, muy relacionados, que se exacerban con el paso de los años: la negativa **evolución demográfica** y la creciente **desigualdad social**.

A los elevados precios de la vivienda que acabamos de ver, se les une también el elevadísimo coste que supone para las familias la formación educativa de un hijo. Y es que, en China, todos los incentivos conducen al encarecimiento de este gasto. Por un lado, ya mencionamos que, para acceder a la escuela, un requisito es ser propietario de una vivienda cercana a dicha escuela, lo que encarece los precios (y, por tanto, el coste educativo) de los inmuebles más cercanos a las instituciones más demandadas. Por otro lado, el acceso a la universidad se limita a aquellos estudiantes que superan el **Gaokao** (“examen de ingresos a la educación superior”) con éxito, marcando su destino con esta única prueba.³³ Esto hace que los alumnos de secundaria dediquen más de 12 horas diarias a prepararse para ese momento, apoyándose en todos los recursos de los que puedan disponer. Aquí es donde entrarían en la partida las empresas de tutorías extraescolares que comentábamos al inicio de esta carta y que se beneficiaban de esta inelástica demanda de sus servicios, cobrando precios prácticamente inasumibles por la familia promedio china.

Sin duda, este es uno de los motivos que está detrás de la negativa tendencia demográfica que sufre China -pese a que ya abolió la prohibición de tener más de un hijo por unidad familiar- y de su desigualdad económica creciente. Para paliar la situación y evitar un potencial creciente descontento entre la población, el gobierno tomó las medidas regulatorias que hemos destacado, además de otras encaminadas a enfriar el sector inmobiliario, en un difícil ejercicio de equilibrio que evite una fuerte corrección de sus precios. Así, tras años promoviendo su auge, en el año 2017 Xi Jinping comenzó a dar muestras de preocupación por la subida de precios, el ascenso de transacciones y el endeudamiento en el sector inmobiliario. En particular, al destacar en el XIX Congreso Nacional del Partido Comunista de

³³ Serrano, Carlos (7 de julio de 2020): Gaokao, cómo es el decisivo y agotador examen para el que los jóvenes chinos estudian más de 12 horas diarias durante años. *BBC News*.

China que "las viviendas son para habitarlas, no para especular con su compraventa".³⁴ Posteriormente, se fueron sucediendo medidas de endurecimiento en el coste y la concesión de hipotecas.³⁵ Aunque, desde luego, el anuncio más sonado fue la implantación progresiva, desde el lanzamiento del borrador en agosto de 2020, de las llamadas **tres líneas rojas**.³⁶

Estas líneas son, en realidad, tres límites a cumplir por las promotoras del país. En primer lugar, el pasivo no puede suponer más del 70% de los activos. En segundo, la deuda neta no puede superar a los fondos propios. Por último, el tercer límite consiste en que el efectivo disponible debe superar al endeudamiento de corto plazo. En función del número de límites cumplidos, el promotor podrá incrementar su deuda hasta un máximo anual del 15%, en el caso de cumplir las tres líneas rojas. Obviamente, las promotoras que no cumplan ningún límite tendrán prohibido elevar su endeudamiento y es precisamente aquí, donde se ha iniciado una potencial tormenta perfecta.

Las promotoras chinas, al igual que las del resto del mundo, apoyan su crecimiento en un elevado apalancamiento financiero. En el caso particular de China, las compañías han estirado esta idea todo lo concebible, endeudándose también con sus constructores y proveedores de servicios (a través de pagarés) o contra sus propios empleados (a través de los productos de gestión patrimonial o WMP, por sus siglas en inglés). A su vez, han conseguido que los compradores de vivienda desembolsen el grueso del importe en las preventas de la promoción, años antes de que se terminen de construir. En definitiva, las promotoras consiguen una entrada muy importante de efectivo al inicio de sus proyectos inmobiliarios, gracias al endeudamiento y al favorable fondo de maniobra, lo que les permite repetir el proceso una y otra vez, haciendo crecer sus beneficios cada año y su valor bursátil.³⁷ Así, hasta que la rueda se detiene y la deuda se vuelve insostenible. ¿Qué puede llevar a este desenlace? En efecto, una caída en la entrada de flujos de efectivo.

Esta contracción puede producirse por dos motivos: un menor valor de las preventas y/o la imposibilidad de incrementar la deuda para cubrir las necesidades (operativas y financieras) de la compañía. El primer motivo depende de la cantidad de viviendas que se venden y, por su puesto, de su precio. Si se venden menos casas

³⁴ Spanish.xinhuanet.com (3 de noviembre de 2017): Texto íntegro del informe presentado por Xi Jinping ante XIX Congreso Nacional del PCCh. *Spanish Xinhua Net*.

³⁵ Reuters Staff (24 de julio de 2021): PBOC asks Shanghai lenders to raise mortgage loan rates. *Reuters*.

³⁶ Bloomberg (18 de octubre de 2020): China's three red lines for home developers. *The Straits Times*.

³⁷ Arteaga, Jacobo. BrightGate Capital (23 de septiembre de 2021): Crónica de una crisis: cómo se han gestado las grandes inmobiliarias chinas. *FundsPeople*.

y/o su precio cae, los ingresos procedentes de las preventas caerán. El segundo de la facilidad de acceso a la financiación de la promotora. Ambos dependen, en última instancia, de la capacidad y la voluntad de todos los implicados de seguir actuando de la misma manera. Pues bien, **el anuncio de las tres líneas rojas ha sido el palo que ha detenido la rueda o que, como poco, la ha frenado.**

Evergrande o cómo el círculo virtuoso se torna vicioso

El martillo golpea primero al clavo que sobresale.

— Proverbio chino.

Si hay una compañía china que ha despertado inquietud en la comunidad inversora los últimos años, esa es, sin duda, **Evergrande**. La promotora ha sido durante varios ejercicios el mayor jugador del sector inmobiliario chino en términos de cifra de negocio, lo que es una muestra clara de la escala que ha alcanzado esta compañía. Su fundador y presidente, **Xu Jiayin**, es una de las personas más mediáticas del país. No obstante, llegó a ocupar el trono de la persona más rica de China, además de recibir en ocho ocasiones el *China Charity Award*, merced a sus grandes donaciones.³⁸ Para conseguir estos logros, Xu basó el desarrollo y crecimiento del negocio de **Evergrande** en el modelo de deuda que comentábamos anteriormente y, además, supo sacar tajada de los perversos incentivos con los que operaban los gobernantes de las capitales de provincias, premiados con ascensos rápidos si conseguían mayores crecimientos económicos (y recaudación) para su ciudad. Aunque este factor fue aprovechado, seguramente, por el grueso del sector, Xu estaba, además, muy bien relacionado con la élite del Partido. De hecho, hay documentos que podrían probar que **Wen Jiabao** (ex primer ministro de China) llegó a ser el segundo mayor accionista de la compañía promotora.³⁹

Todo lo que tengo y todo lo que el Grupo Evergrande ha logrado fue dotado por el Partido, el Estado y el conjunto de la sociedad.⁴⁰

Pero veamos algunas cifras que nos ayuden a comprender la escala y la situación actual de **Evergrande**. Por un lado, la compañía vio cómo sus ventas se multiplicaban alrededor de 11 veces entre 2010 y 2020, hasta alcanzar una cifra

³⁸ Asianometry (20 de septiembre de 2021): *The Rise and Fall of China's Evergrande Group*. YouTube. https://www.youtube.com/watch?v=3GgE_Uzpofo

³⁹ Stevenson, Alexandra; Forsythe, Michael y Li, Cao (28 de septiembre de 2021): China and Evergrande Ascended Together. Now One is About to Fall. *The New York Times*.

⁴⁰ *Idem*.

cercana a los 79.000 millones de dólares. Por otro, este incremento del negocio se tradujo también en una fuerte escalada de sus beneficios, llegando a superar los 10.000 millones de dólares en el año 2018. A la par que su negocio inmobiliario creció, Xu decidió diversificar la compañía, en un clásico impulso megalomaniaco, y lanzó o invirtió en negocios tan variopintos como el vehículo eléctrico, el agua embotellada o un equipo de fútbol. Durante años **Evergrande** pareció un coloso de crecimiento imparable. Sin embargo, el anuncio de las tres líneas rojas por parte del gobierno chino lo cambió todo.

Como ya hemos explicado, los fuertes crecimientos del sector inmobiliario chino han ido aparejados siempre de un mayor endeudamiento y **Evergrande** no ha sido precisamente la excepción a esta regla. A cierre del primer semestre de 2021 la deuda financiera de la promotora era de unos 90.000 millones de dólares. Una cifra mareante, pero que se compara con un (teórico) valor de sus activos inmobiliarios de alrededor de 225.000 millones de dólares. Ahora bien, estas dos magnitudes arrojan una realidad muy diferente para la compañía si se analizan con un poco más de detalle y, especialmente, si tenemos en cuenta que **Evergrande** no cumplía inicialmente ninguna de las tres líneas rojas impuestas por el gobierno, lo que le impedía incrementar su endeudamiento. **Cuando tu negocio se apoya en el crecimiento de tu deuda y este se frena, el aparente círculo virtuoso se convierte en uno vicioso de difícil salida.**

Uno de los primeros problemas proviene de la estructura de vencimientos de la deuda de la compañía: más de un tercio de la deuda (unos 38.000 millones de dólares) vence en menos de un año. ¿Qué implicaciones tiene esto? Básicamente que **Evergrande**, cada año, tiene que refinanciar su deuda para mantener el negocio actual funcionando, salvo que pueda generar o tenga disponible en balance ese dinero. Dado que cuenta con menos de 14.000 millones de dólares en efectivo, la compañía necesita cerca de 25.000 millones para hacer frente al vencimiento de esta deuda de corto plazo. ¿De dónde podría provenir este flujo de dinero? Obviando otras alternativas que comentaremos después, de la venta de inmuebles. Como hemos dicho, **Evergrande** cuenta con inmuebles valorados en 225.000 millones de dólares, una cifra muy superior a sus necesidades de liquidez. Sin embargo, el grueso de estos activos son proyectos en desarrollo. La compañía solo tiene completados y listos para su venta un 10% de sus activos inmobiliarios, con un valor en libros de algo más de 23.000 millones de dólares. Una cifra cercana, pese a todo, a los 25.000 millones que necesitaría refinanciar y asumiendo que **Evergrande** no tuviera que vender forzosamente los activos, aplicando importantes descuentos en sus precios. Por tanto, no parece que la situación sea tan dramática como apuntaría la gran caída de cotización de la compañía en lo que llevamos de

año (superior al 80% hasta el momento en el que escribo estas líneas) o todo el pánico financiero que ha desencadenado en el país.

¿A qué se debe este temor? En esencia, no hemos contemplado en nuestro sencillo análisis anterior la deuda total de la compañía. La promotora se enfrenta en 2021 a unos **pasivos de corto plazo** (ex deuda financiera) de cerca de 210.000 millones de dólares. Hete aquí otro problema, mucho más relevante que el anterior. ¿De dónde va a obtener el efectivo para hacer frente a esos pasivos que vencen en menos de un año? Una opción sería incrementar la deuda financiera y dar otra patada hacia delante. Sin embargo, desde el anuncio del incumplimiento de las tres líneas rojas, la financiación bancaria comenzó a congelarse para **Evergrande**. Así, a finales de junio, varios bancos decidieron reducir su financiación a la entidad por su riesgo crediticio.⁴¹ Posteriormente, varios bancos de Hong Kong (como el HSBC) decidieron no conceder hipotecas a compradores de viviendas en proyectos aún en desarrollo de **Evergrande**.⁴² Por tanto, cerrada esta vía, a la promotora no le ha quedado más remedio que buscar otras alternativas, aunque sin obtener grandes frutos. En concreto, ha puesto a la venta algunos de los negocios en los que invirtió los últimos años, como la filial fabricante de vehículos eléctricos (**China Evergrande New Energy Group**) o la empresa de agua mineral (con una salida a bolsa fallida), entre otros. Además, ha anunciado la venta de su participación en el banco chino **Shengjing Bank** por 1.500 millones de dólares, ha intentado sin éxito vender su sede por 1.700 millones de dólares y parte de su participación en **Evergrande Property Services**, filial de servicios inmobiliarios, por 2.600 millones de dólares a la promotora **Hopson Development Holdings**.^{43 44}

En definitiva, hablamos de cifras muy alejadas de las necesidades financieras de la compañía y que no reducen prácticamente en nada su riesgo de liquidez. De hecho, a mediados de septiembre, **Evergrande** contrató a asesores legales para "explorar todas las soluciones disponibles" para su delicada situación e inició, a finales de ese mismo mes, una serie de impagos en cupones sobre su deuda *offshore* (la que está en manos de sus acreedores extranjeros). Al final, **el descalce de plazos** (financiarse a corto plazo, para invertir a largo plazo) **como modelo de negocio deviene siempre insostenible y Evergrande es otra prueba de ello**. Ahora bien, ¿qué está sucediendo con el resto del sector inmobiliario chino? ¿Existe un auténtico contagio? ¿Cómo está reaccionando el gobierno ante este terremoto?

⁴¹ Bloomberg (22 de junio de 2021): Several Chinese banks reduce Evergrande funding on debt risk. *The Business Times*.

⁴² Reuters (21 de julio de 2021): Some Hong Kong banks decline mortgages for Evergrande's off-plan projects. *The Business Times*.

⁴³ Tan, Weizhen (4 de octubre de 2021): Indebted Evergrande set to raise more cash from partial sale of its property services unit. *CNBC*.

⁴⁴ Bloomberg News (20 de octubre de 2021): China Evergrande Ends Talks on Hopson Deal, Asks to Resume Trading. *Bloomberg*.

¿Un efecto dominó imparable?

El riesgo de contagio al sistema financiero es controlable.

— Zou Lan (Banco Central de China).

Como no puede ser de otra manera, el contagio al resto del sector está siendo muy real. Por un lado, la pérdida de confianza, tanto por el lado de los compradores como por el de los financiadores de estos, ha llevado a un desplome en el volumen de viviendas vendidas en el país (algunos promotores han indicado caídas en sus ventas de entre el 20 y el 30 por ciento).⁴⁵ Por otro lado, este efecto se ve agravado por el miedo a una quiebra y/o reestructuración en **Evergrande** que fuerce a esta entidad a liquidar sus enormes inventarios (no obstante, **Evergrande** comunicó recientemente una caída en sus ventas del 90% para el mes de septiembre), ofreciendo grandes descuentos en sus precios de venta y, por tanto, obligando a sus competidores a realizar también rebajas para poder competir contra esa ola vendedora.⁴⁶

Si este escenario se materializa, otras promotoras verán también como se incrementa su riesgo de liquidez, al tener menos efectivo para poder hacer frente a sus compromisos de deuda más inmediatos. Al mismo tiempo, las entidades financieras conscientes de este potencial escenario pueden adelantarse y reducir su riesgo de crédito con las entidades con mayores problemas de liquidez, lo que retroalimenta los descuentos forzados en los precios de venta en el sector, **convirtiéndose en una profecía autocumplida y desencadenando una fuerte deflación inmobiliaria.**

Desde luego, a tenor de la evolución de las cotizaciones y de la deuda del sector inmobiliario chino, podemos concluir que este escenario empieza a ser descontado como una realidad. Sirva como ejemplo extremo el caso de **Sinic Holdings**. La entidad inmobiliaria se desplomó el 20 de septiembre cerca de un 90% en bolsa sin ninguna noticia aparente que justificara la corrección. Desde ese día sus acciones no cotizan y a mediados de octubre anunció, como otras compañías del sector los días anteriores, el impago de compromisos de deuda que acababan de vencer. Por tanto, con el paso de los días, siguen cayendo más piezas en el dominó inmobiliario chino y si nada (nadie) lo impide, el contagio seguirá su curso.

⁴⁵ Yifan Xie, Stella; Yu, Elaine y Bao, Anniek (12 de octubre de 2021): China Home Sales Are Falling Sharply. *The Wall Street Journal*.

⁴⁶ Cheng, Evelyn (20 de octubre de 2021): China Evergrande shares briefly plunge more than 10%, after \$2.6 billion asset sale falls through. *CNBC*.

Por eso, toda la comunidad inversora contempla en vilo las declaraciones y actuaciones del gobierno chino. Por ahora, el **Banco Central de China** ha realizado diversas inyecciones de liquidez en el sector financiero como cortafuegos y, después de varias semanas sin hacer ninguna declaración, el pasado 15 de octubre Zou Lan (director del departamento de mercados financieros del Banco Central de China) lanzó un comunicado en el que aseguraba que "los problemas del sector se concentraban en casos aislados" y que "la mayoría de promotoras siguen operando establemente y mantienen buenos indicadores financieros".⁴⁷

Obviamente, cuesta creer estas declaraciones viendo lo que está sucediendo con el sector, tanto a nivel de mercado como a nivel de impagos de deuda. Por tanto, lo más seguro es que se trate de una estrategia por parte del gobierno chino. Han tardado semanas en hacer algún tipo de comunicado y todo para decir que todo va bien. Pero ¿qué estrategia es esta? Precisamente la que han seguido los últimos cuatro años: tratar de enfriar su sector inmobiliario para volverlo más asequible para la población china y buscar una mayor redistribución de la riqueza ("prosperidad común"). No parece que el rescate a **Evergrande** u a otras entidades con dinero del contribuyente encaje dentro de este objetivo. Dicho esto, tampoco pueden permitirse un pinchazo desordenado, ya que, por un lado, hay muchos ciudadanos que han comprado viviendas aún sin finalizar o directamente financiado a estas promotoras y, por otro lado, esto generaría un tremendo agujero en el sector bancario del país. Por tanto, podemos aventurarnos a pensar que lo más probable sea un rescate selectivo, poniendo el foco primero en los ciudadanos y en los acreedores chinos, dejando en segundo lugar (¿a su destino?) a los acreedores extranjeros y a los accionistas de estas entidades.

Como corolario de este extenso comentario sobre la situación actual de China, desconocemos si el sector inmobiliario chino y la economía del país vivirán un desenlace similar o cercano al que tuvieron burbujas como las de Estados Unidos o España. Tampoco podemos anticipar los movimientos que seguirá el gobierno chino, aunque podamos tener una opinión sobre los escenarios más probables. Lo que sí tenemos claro es que no vamos a invertir en compañías cuyo negocio se vea gravemente afectado por este difícil entorno y con riesgos de liquidez (financiero) inasumibles. A nuestro entender, todas nuestras inversiones cumplen estos criterios, lo que no quiere decir, por supuesto, que alguna de ellas no vaya a verse afectada y hayamos tenido que ajustar su potencial esperado y nuestra posición, como comentaremos en la siguiente sección.

⁴⁷ Cheng, Evelyn (15 de octubre de 2021): China's central bank says Evergrande is unique and most real estate developers are stable. *CNBC*.

Movimientos más destacados

Dado que nadie tiene un acceso privilegiado al futuro, pronosticar el mercado es una pérdida de tiempo.

— Bill Miller.

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

HOROS VALUE INTERNACIONAL

Reducciones/salidas:

HONG KONG (21,8%)

Posiciones comentadas: Kaisa Prosperity (4,6%) y Asia Standard International (2,6%)

Como acabamos de ver, la situación del mercado inmobiliario chino actual es bastante preocupante, por lo que hemos revisado el potencial impacto de este deterioro en el negocio de nuestras compañías, ajustando nuestras valoraciones en aquellas compañías donde corresponda. Procedo a destacar los dos casos más paradigmáticos.

En primer lugar, una de las compañías que puede verse más afectada en nuestra cartera es **Kaisa Prosperity**. La entidad de servicios inmobiliarios depende, en parte, de las nuevas viviendas que se vayan construyendo en China, por lo que una parálisis en las promociones y en las ventas de viviendas terminadas afectará negativamente a los elevados crecimientos de ventas esperados por la compañía. Así mismo, **Kaisa Prosperity** está controlado al c. 68% por **Kaisa Group Holdings** ("Kaisa Group"), grupo promotor al que pertenecía hasta su salida a bolsa. Aunque menos dependiente que en el pasado, parte del crecimiento futuro esperado y alrededor de un 47% de sus ingresos actuales están relacionados con su matriz. Si bien es cierto que **Kaisa Group** es una de las promotoras que sí cumplía con las tres líneas rojas marcadas por el gobierno, también lo es que el mercado descuenta en sus bonos un importante tensionamiento en la liquidez de su negocio. No obstante, como muestra de ello, la entidad anunció recientemente una importante emisión de deuda en la que tuvo que disponer, como colateral, de toda su participación en **Kaisa Prosperity**.

Contra estos potenciales nubarrones para **Kaisa Prosperity**, nos encontramos con una compañía que mantiene una elevada posición de caja neta que supone el 45% de su valor bursátil. Adicionalmente, si asumimos una hecatombe en su matriz **Kaisa Group**, en el que **Kaisa Prosperity** no cobrase la parte de cuentas a cobrar (neta de cuentas a pagar) vinculadas a sus servicios a **Kaisa Group** y en el que dejase de ingresar por los servicios a inmuebles de esta matriz aún sin vender (*pre-delivery and consulting services*), la compañía generaría 270 millones de dólares hongkoneses, con una caja neta ajustada de c. 1.150 millones. Por tanto, con una capitalización bursátil actual de 2.900 millones, estaríamos pagando menos de 6,5x su flujo de caja libre en un escenario muy negativo y nos llevaríamos "gratis" todo el crecimiento futuro. Aunque no descartamos nada y preferimos pecar de conservadores, sí pensamos que estos precios reflejan una gran oportunidad de inversión y, por ello, la mantenemos entre las principales posiciones de nuestro fondo.

Otra compañía que se está viendo claramente afectada es **Asia Standard International** ("Asia Standard"). Como recordatorio, la compañía es un grupo inversor y promotor inmobiliario de Hong Kong que invierte en zonas *prime* de esta zona, así como de las ciudades más importantes de China. Más específicamente, **Asia Standard** se centra en el desarrollo inmobiliario, alquileres, hoteles y viajes, así como en instrumentos financieros relacionados con esta actividad. Precisamente, en este último punto es donde la compañía puede verse más impactada por el actual entorno inmobiliario chino.⁴⁸

Asia Standard cuenta, según la última información reportada en julio de este año, con inversiones financieras con un valor de mercado de c. 14.000 millones de dólares hongkoneses, siendo la práctica totalidad de esta cartera deuda de promotores inmobiliarios chinos. De estos 14.000 millones, sabemos que, al menos, el c. 56% (8.270 millones) estaba representado por emisiones de las promotoras **Evergrande**, **Scenery Journey** (filial de **Evergrande**), **Kaisa Group** y **Guandong Pearl River Investment** ("Pearl River"). Por tanto, al menos, el 33% de estas inversiones financieras se concentra en deuda de **Evergrande** y es donde hoy se localiza el mayor riesgo de su cartera. Sobre el resto de los emisores ya hemos comentado el caso de **Kaisa Group** y, en cuanto a Pearl River, destacaríamos que es una empresa controlada por la familia Chu (dueños del 71% del grupo promotor **Hopson Development Holdings**), con teórica capacidad para apoyar a la empresa financieramente si llegase el caso.⁴⁹

⁴⁸ Recomiendo el video de nuestro gestor Alejandro, en el que explica en más detalle el impacto potencial de Evergrande en Asia Standard International (ver [aquí](#)).

⁴⁹ FitchRatings (20 de junio de 2021): Fitch Rates Hopson Development's Proposed USD Senior Notes 'B+'. *Fitch*.

En cualquier caso, si realizamos un ejercicio de estrés improbable, en el que impague no solo la deuda de **Evergrande**, sino el total de las inversiones financieras de **Asia Standard**, ¿cómo impactaría en nuestra valoración? A modo de rápido resumen, **Asia Standard** cuenta con el 82,7% de **Asia Standard Hotel Group**, que valoramos en c. 3.500 millones ex inversiones financieras y deuda. También es dueña de oficinas y locales comerciales que valoramos en c. 4.300 millones y, por último, de propiedades en desarrollo, JV y asociadas cuyo valor estimamos que puede rondar los 9.500 millones. En total, unos 17.300 millones de dólares hongkoneses, a los que habría que restar una deuda neta de c. 14.200 millones, para un NAV ex inversiones financieras de 3.100 millones. Por tanto, si asumimos que los 14.000 millones de dólares hongkoneses en inversiones financieras no valen nada, la empresa valdría un 160% más de lo que capitaliza hoy y siendo muy conservadores con las rentabilidades que aplicamos a sus activos inmobiliarios.

Como hemos explicado en numerosas ocasiones, la valoración de **Asia Standard International** tiene un margen de seguridad extraordinario y el mayor problema que siempre hemos visto es la parálisis de su equipo directivo a la hora de poner su valor en precio.

Como conclusión, pensamos que el elevado margen de seguridad que siempre exigimos a nuestras inversiones nos protege, también en este mercado, de un escenario negativo altamente improbable.

MATERIAS PRIMAS (22,8%)

Posiciones comentadas: Teekay Corp. (4,4%), Teekay LNG (2,1%), Warrior Met Coal (1,4%) y Ercros (vendida)

Aunque comunicado en octubre, merece la pena que comencemos por comentar una noticia muy relevante para **Teekay Corp.** y su filial **Teekay LNG**. En concreto, el 4 de octubre se produjo el anuncio de adquisición de **Teekay LNG** por parte de Stonepeak (gestora de inversiones alternativas, especializada en activos reales e infraestructuras), incluyendo en la transacción los 36 millones de acciones de **Teekay LNG** controladas por **Teekay Corp.** y el 100% del *General Partner* (Teekay GP), que incluye otros 1,6 millones de acciones. El precio ofertado es de 17 dólares por acción en efectivo (excluyendo distribuciones posteriores), lo que representa una prima del 8,3% sobre el precio del cierre anterior.

¿Cómo valoramos este acuerdo? Como accionistas de **Teekay LNG**, hemos procedido a vender nuestra posición, ya que, aunque algo alejado de un precio más

acorde a lo que entendemos que vale la compañía, nos permite utilizar ese efectivo en otras alternativas de inversión con un atractivo actual muy superior y que comentaremos después. Como accionistas de **Teekay Corp.**, sin embargo, la transacción ha sido muy negativa para nuestros intereses, al reducir de manera importante el potencial de revalorización de este holding, en el que ya llevamos varios años invertidos. Como resumen, aunque seguirá contando con la participación del c. 29% en **Teekay Tankers**, la entidad pasa a ser una típica *cash box*, en la que su caja neta supondrá alrededor del 90% de su valor bursátil. Esto ofrece un suelo claro de valoración, pero también nos genera incertidumbre sobre el futuro de **Teekay Corp.** ¿Repartirán la caja como dividendo? ¿Recomprarán acciones propias aprovechando su descuento actual? ¿Invertirán en otros negocios? Desde luego, nosotros preferimos la opción de recompra de acciones porque es la que contribuye a crear valor directo a los accionistas a estos precios, pero tendremos que monitorizar y analizar las decisiones que el equipo directivo vaya tomando.

Por otro lado, hemos reducido nuestra inversión en la compañía americana **Warrior Met Coal** ("Warrior"), tras su excelente evolución bursátil reciente. La empresa productora de carbón metalúrgico, necesario en la producción de acero en altos hornos, se ha beneficiado durante el trimestre de la gran subida vivida por el precio de esta materia prima. En concreto, el precio del carbón metalúrgico de **Warrior**, referenciado al *Premium Low-Vol FOB Hard Coking Coal* de Australia, se ha anotado una subida del 100% en el trimestre y acumula un 300% desde los mínimos de principios de año, cuando cotizaba alrededor de los 100 dólares por tonelada. El motivo de la (tremenda) subida lo encontramos en el cuello de botella que vive esta industria, merced a, por un lado, la recuperación de la actividad económica tras lo peor de la pandemia y el impulso extra dado por los ingentes estímulos fiscales y monetarios de los gobiernos a nivel global y, por otro, la falta de inversión en nueva oferta los últimos años por la resaca del exceso de capacidad anterior, la mala situación de algunos jugadores de la industria y, especialmente, por la agenda política y social contra el cambio climático.

Esta subida del precio del carbón metalúrgico ha propiciado que la cotización de **Warrior** se aprecie más de un 70% desde los mínimos del verano pasado, aportando una importante rentabilidad a nuestro fondo. No obstante, la parte negativa de la historia es que **Warrior** lleva desde abril con el grueso de sus empleados en huelga, lo que conlleva que la compañía no esté produciendo en una de sus dos minas y la otra no llegue al 100% de su capacidad, con lo que no se está beneficiando de la positiva dinámica actual como otros jugadores de la industria. De hecho, hablaremos después de **Ramaco Resources** ("Ramaco"), otra compañía

del sector en la que hemos invertido y que sí se ha obtenido todos los réditos del actual cuello de botella.

Por último, hay que destacar la venta de nuestra inversión en la compañía química **Ercros**. La salida de esta empresa española responde, exclusivamente, a su buena evolución bursátil y a la consecuente caída de su potencial de revalorización.

OTROS

Ventas por el 2,0% del fondo

Posición comentada: Infotel (vendida)

Este trimestre hemos vendido también nuestra inversión en la consultora francesa **Infotel**, tras su excelente evolución bursátil.

Incrementos/entradas:

MATERIAS PRIMAS (22,8%)

Posiciones comentadas: TGS (2,1%) y Ramaco Resources (1,2%)

Hemos incorporado en nuestra cartera **TGS**, la compañía de servicios para la industria del petróleo y la energía. Se trata de la cuarta vez que invertimos en esta compañía en nuestra carrera profesional, aprovechando siempre los momentos de mayor negatividad para invertir en ella y obteniendo importantes plusvalías. **TGS** se dedica, desde hace cuatro décadas, a proveer de datos geológicos, geofísicos y de ingeniería a las compañías, para facilitarles las decisiones de inversión y operación en yacimientos de petróleo y gas. Al contrario que otros competidores, **TGS** no es dueña de las embarcaciones y la maquinaria necesarios para el análisis de estos yacimientos, lo que le permite operar su negocio sin capital empleado. Este es un factor muy importante ya que, en los momentos de restricción de capital en la industria, **TGS** es capaz de seguir generando caja, lo que permite pasar la parte baja del ciclo sin "grandes" problemas y aprovechar las potenciales oportunidades de inversión y crecimiento que surjan.

Como sabemos, la industria del petróleo lleva varios años sin prácticamente invertir en nueva oferta, especialmente en aguas profundas, tras vivir una época de precios bajos por la revolución del petróleo de esquisto de Estados Unidos (entre otros factores) y al chocar esta industria de frente con la agenda política contra el cambio climático. Aunque pensamos que la situación es insostenible y que harán falta importantes incrementos de oferta para satisfacer la futura demanda de petróleo, no sabemos cuándo puede llegar ese punto inflexión. Por eso, ir de la

mano de un jugador como **TGS**, con una holgada posición financiera, un equipo directivo que toma las decisiones correctas y que históricamente ha generado valor para sus accionistas, además de con capacidad para generar efectivo en cualquier entorno, nos da la posibilidad de estar invertidos sin los riesgos inherentes a un retraso de la tesis de inversión en compañías con mayor apalancamiento financiero y operativo.

Por otro lado, como anunciábamos antes, hemos iniciado una posición en **Ramaco**. La decisión de invertir en este productor americano de carbón metalúrgico se deriva de la positiva evolución que esperábamos para esta materia prima, dadas sus dinámicas de oferta y demanda, y que ya hemos explicado en otras ocasiones por nuestra posición en **Warrior**. La compañía se encuentra en una fase de expansión de su capacidad productiva que le pueden llevar a producir por encima de 4 millones de toneladas anuales, frente a los c. 2,5 millones actuales, y concentra parte de su producción en clientes de Estados Unidos, donde se localizan sus minas. Por último, al contrario de lo que sucede en la mayoría de las empresas mineras de carbón cotizadas, el Consejo y el equipo directivo controla más del 75% de las acciones, con lo que están totalmente alineados con el resto de los accionistas. Aunque el potencial se ha visto muy reducido, tras la explosiva revalorización que ha vivido **Ramaco** desde nuestra inversión al inicio del trimestre, pensamos que aún arroja un potencial atractivo en el contexto actual de mercado.

OTROS

Compras por el 2,0% del fondo

Posiciones comentadas: Nagacorp (1,9%) y Millenium Investment and Acquisition (0,1%)

NagaCorp es un complejo de ocio integrado (casino más hotel) en Camboya y cotizado en la Bolsa de Hong Kong. Como anécdota, conocemos la compañía desde hace ya más de tres años, cuando nos reunimos en Madrid con el entonces Relación con Inversores para que nos presentase la compañía. En aquel momento descartamos la idea por la incertidumbre regulatoria que asolaba a **NagaCorp**. Sin embargo, la situación ha cambiado radicalmente, como nos indicó amablemente nuestro colega Gabriel Castro, gestor de fondos en Singular Bank. En concreto, el gobierno de Camboya ha aprobado un borrador que será efectivo el próximo año, por el que se reafirma la licencia monopolística de la compañía (hasta 2045) y una ley fiscal que consolida la ventaja de costes de la compañía frente a otros casinos del sur de Asia. Esta mayor certidumbre nos ha animado a invertir en esta ocasión, aprovechando la debacle de su cotización por el impacto de la pandemia.

Fundada por el Dr. Chen en 1995, como un casino en un barco amarrado en el río Mekong, **NagaCorp** lanza su primer casino terrestre (Naga 1) en 2003, saliendo a cotizar tres años después. Se trata de la primera empresa en salir a bolsa de Camboya y la primera, también, relacionada con el juego en cotizar en Hong Kong. Varios años después, en 2017, **NagaCorp** lanzaría el complejo Naga 2. Entre los dos activos, la compañía opera un área combinada de 222 kilómetros cuadrados, integrados en un resort con alrededor 1.660 habitaciones. Naga 1 y Naga 2 le permitieron a **NagaCorp** generar un flujo de caja libre normalizado de cerca de 600 millones de dólares en 2019, año previo a la pandemia. Así mismo, fruto de las buenas perspectivas futuras para el turismo en Camboya y el necesario incremento en capacidad de alojamiento en el país, **NagaCorp** cuenta con dos proyectos de expansión en Camboya. En concreto, la compañía está desarrollando Naga 3 y Angkor Lake of Wonder.

Naga 3 es un complejo que dotará de 545 kilómetros cuadrados y 3.500 habitaciones adicionales a NagaWorld (marca bajo la que se integran las tres "Nagas"). La inversión requerida para su desarrollo es de 3.500 millones de dólares y se espera que pueda estar finalizado en 2025. Por otro lado, su tamaño final es flexible e irán ajustando según la situación financiera de la compañía y las perspectivas de la economía y del turismo de Camboya. Por su parte, el proyecto de Angkor es un resort no vinculado al juego, que contará con un parque acuático en Siem Reap, dos hoteles de 700 habitaciones, un sistema de canales para barcas, un China Town y un parque temático tecnológico interactivo. En este caso, la inversión necesaria para su construcción es de 350 millones de dólares. Este complejo se beneficiaría y reforzaría los flujos de turistas que viajan a Phnom Penh y Siem Reap. Aunque la intención era también finalizarlo en 2025, la UNESCO tiene bloqueado el proyecto por su cercanía al famoso Angkor Wat. La compañía está trabajando con todas las partes para adaptarse a los requerimientos necesarios para poder seguir adelante. Por último, **NagaCorp** cuenta con un tercer proyecto de expansión en Vladivostok. Se trata de un casino que operará en esta ciudad portuaria rusa cercana a China. El proyecto se ha pospuesto en varias ocasiones por problemas vinculados a la empresa constructora y se espera que abra el próximo año.

En cuanto al equipo directivo, destaca el control de más del 65% de las acciones por el Dr. Chen, fundador y consejero delegado de la compañía. Además, dada la dificultad para endeudarse a tipos atractivos de **NagaCorp**, el Dr. Chen tiene el compromiso de financiar el 50% de Naga 3 (1.750 millones de dólares) a través de una ampliación de capital a 12 dólares hongkoneses por acción (hoy cotiza alrededor de los 7 dólares), que incrementará su control de la compañía hasta el

73%. Por tanto, una alineación de interés muy clara con el resto de los accionistas de la compañía.

Por último, pese a los riesgos claros inherentes a un país como Camboya y dependiente sobremanera de China, pensamos que estamos comprando **NagaCorp** con un margen de seguridad muy elevado. Sirva como ejemplo que, asumiendo que no se desarrolle ninguno de los tres proyectos de expansión, la compañía cotizaría a alrededor de 6x su flujo de caja libre normalizado (nivel prepandemia).

La otra compañía que hemos incorporado este trimestre es **Millenium Investment and Acquisition** ("Millenium"). Se trata de una idea de inversión derivada de **Power REIT**, otra compañía que tenemos en cartera. Como recordatorio, **Power REIT** se dedica, fundamentalmente, a la compra de invernaderos que luego alquila a productores de cannabis, obteniendo grandes retornos al beneficiarse de la dificultad de estas compañías para obtener todavía financiación por los cauces más comunes. Pues bien, uno de los últimos productores en entrar en la nómina de clientes de **Power REIT** es, precisamente, **Millenium**.

El atractivo que encontramos en esta empresa americana es triple. En primer lugar, vamos de la mano del mismo equipo directivo que ha generado un extraordinario valor para los accionistas de **Power REIT**, multiplicando por 10 su cotización en poco más de dos años. En efecto, David Lesser es también el consejero delegado de **Millenium** y controla, además, el c. 19,5% del accionariado. En segundo lugar, estamos adquiriendo las acciones a precios muy atractivos. La compañía cuenta con cuatro invernaderos que ha adquirido aprovechando, en varias ocasiones, la venta forzosa de sus anteriores dueños. En concreto, tiene un invernadero en Michigan que está adaptando para iniciar su producción de cannabis en 2022, otros dos en Colorado y el último en Oklahoma. Pues bien, la compañía espera generar alrededor de 35 millones de dólares de beneficios antes de impuestos entre los cuatro activos, siendo conservadores con sus estimaciones. Esta cifra se compara con los c. 75 millones de capitalización bursátil que la compañía tenía a cierre de trimestre. Por último, aunque no lo tenemos en cuenta en nuestros números, **Millenium** tiene una planta que están trabajando para la obtención de carbón activado a partir de cáscaras de nueces de macadamia, con aplicaciones en la industria energética (como almacenamiento). El activo se adquirió, nuevamente, con gran descuento por la quiebra de su dueño.

En definitiva, hablamos de una compañía con un excelente equipo directivo, cotizando a precios muy atractivos y con una opción gratuita que no estamos valorando.

HOROS VALUE IBERIA

Reducciones/salidas:

OTROS

Ventas por el 3,4% del fondo

Posiciones comentadas: Ercros (vendida)

Tras la buena evolución bursátil de la compañía desde inicios de año, beneficiada por la recuperación económica, y su menor potencial relativo frente a otras alternativas que hemos incorporado a la cartera, hemos procedido a vender la totalidad de nuestra posición en el grupo químico **Ercros**.

Incrementos/entradas:

ALIMENTACIÓN (9,6%)

Posiciones comentadas: Grupo DIA (2,0%)

Una de las novedades de la cartera este trimestre es el **Grupo DIA** ("DIA"). Se trata de una compañía de la que ya fuimos accionistas en nuestra anterior etapa profesional y cuya posición vendimos alrededor de los seis euros, ante las dudas que nos generaba la sostenibilidad de la relación económica de la compañía con sus franquiciados y la política de retribución al Consejo de la compañía. Nuestra salida coincidió con la reciente entrada en el accionariado del grupo inversor ruso **LetterOne**, controlado por el empresario Mikhail Friedman (una de las mayores fortunas de Rusia y del mundo), y un cierre de cortos que causó una subida del alrededor del 20% de la cotización de la entidad en una sola jornada.

Desde ese momento, **DIA** ha vivido un auténtico calvario. A lo largo de 2018, la compañía encadenó varios trimestres de caída en sus ingresos y beneficios y terminó despidiendo a su consejero delegado, Ricardo Currás, que fue reemplazado por Antonio Coto, el hasta entonces responsable del negocio en Argentina y Brasil. Coto estuvo en el puesto unos meses, hasta su sustitución por Borja de la Cierva. En octubre de ese año, la compañía llega a desplomarse un 42%, tras bajar sus expectativas de EBITDA en c. 40% y anunciar la necesidad de reexpresar las cuentas de 2017. Para terminar ese terrible 2018, en el que su cotización se dejaría un c. 90% de su valor, **DIA** anunciaría una ampliación de capital por 600 millones de

euros (el doble de su capitalización bursátil) e iniciaría una renegociación de su deuda con distintas entidades bancarias.

El siguiente año tampoco sería muy tranquilo. LetterOne, que había incrementado su posición en la compañía a lo largo del 2018, lanzaría una OPA a 0,67 euros por acción, haciéndose con cerca del 70% del accionariado. Desde entonces, **DIA** establece una hoja de ruta para llevar a cabo una profunda transformación de su negocio, sentando las bases del crecimiento futuro de acuerdo con tres pilares: la excelencia operativa, una nueva oferta comercial y una estructura de capital sólida. En mayo, la compañía consigue in extremis renegociar su deuda bancaria y designa como CEO a Karl-Heinz Holland para liderar esta transformación. En octubre de 2019, **DIA** vuelve a ampliar capital por más de 600 millones de euros (una dilución adicional del 90%). Tras esta, LetterOne pasa a controlar el c. 75% del accionariado.

En mayo de 2020, Holland es sustituido por Stephan DuCharme, hombre de confianza de Friedman en la parte de distribución del grupo LetterOne, que pasa a ser presidente ejecutivo de **DIA**. La situación financiera del grupo obliga a hacer una tercera ampliación de capital, anunciada en noviembre de 2020 por 500 millones de euros y aprobada, finalmente, este 2021 por más de 1.000 millones de euros. Precisamente, la situación de capital de la compañía tras esta ampliación y los cambios que está realizando el actual equipo directivo, son los factores que nos han animado a iniciar una posición en **DIA**.

Por un lado, pensamos que la posición financiera de **DIA**, tras esta ampliación de capital, disipa el riesgo de liquidez y solvencia que afrontaba la compañía, al reducir su endeudamiento en un c. 75%, a la par que bajan drásticamente sus costes financieros. Por otro lado, el actual equipo directivo, que está completamente alineado con los accionistas (LetterOne controla casi un 78% de la compañía), está implantando cambios que se centran, principalmente, en la reforma de supermercados y en un modelo sostenible para sus franquiciados. En la reforma de supermercados, con cambios en formatos y renovaciones, esperamos que las ventas por metro cuadrado de cada tienda reformada aumenten entre un 10 y un 20 por ciento, recortando la distancia con competidores y mejorando sus márgenes por el efecto del apalancamiento operativo. En cuanto a los cambios en la relación con los franquiciados, destaca la mejora de la rentabilidad de estos por un mayor margen y un sistema más flexible en el fondo de maniobra. A los precios de cierre de trimestre, la compañía arroja un elevado margen de seguridad, protegiéndonos frente a escenarios en los que no se alcancen las cifras de negocio objetivo del equipo directivo para los próximos tres años.

OTROS

Compras por el 3,8% del fondo

Posiciones comentadas: Greenalia (2,9%) y Prim (2,0%)

En el caso de **Prim**, hemos continuado incrementando nuestra posición iniciada a finales del pasado trimestre.

Con respecto a **Greenalia**, hemos aprovechado la corrección en su cotización de estos meses (alrededor del 50% desde máximos) para reiniciar una inversión en la compañía de energías renovables. A los precios actuales, pensamos que el mercado no está poniendo en precio los atractivos proyectos que la compañía tiene en su cartera.

Actualidad

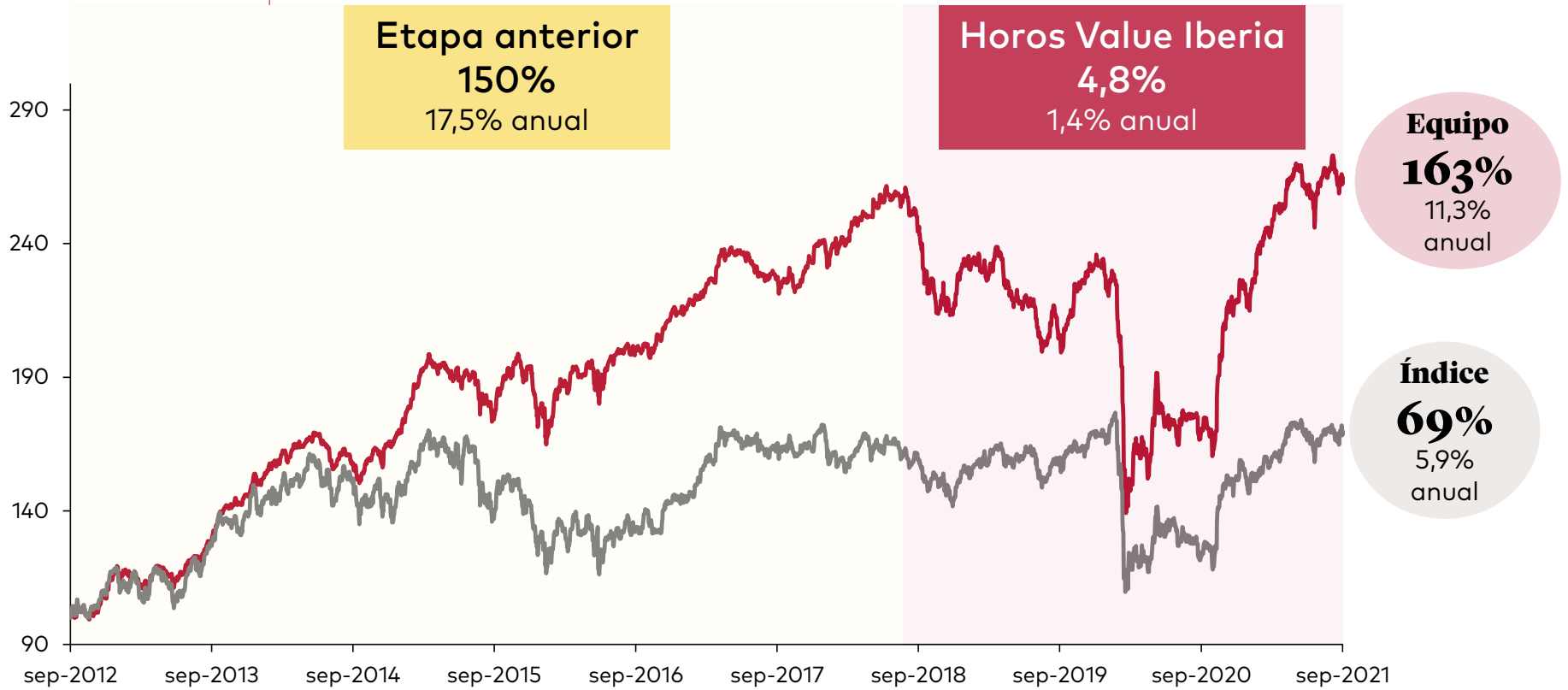
En cuanto a la actualidad más relevante de Horos, este trimestre me gustaría destacar la participación de Alejandro en el Encuentro "¿Por qué invertir en *value* este año?", organizado por el periódico **Expansión** (leer [aquí](#)), en el que respondió a las diversas e interesantes preguntas de los participantes. Muy recomendable también la entrevista que le realizó Pedro Gutiérrez para su canal de YouTube (ver [aquí](#)), en la que charlaron sobre la trayectoria de Alejandro y nuestra filosofía de inversión.

Por su parte, Miguel fue entrevistado, junto con José Ruiz de Alda (gestor en Cima Capital), en el programa "**El Foco**" de nuestros amigos de Value School para Negocios TV (ver [aquí](#)). En esta entrevista, Miguel habla sobre la inflación que estamos viviendo este año y qué tipo de inversiones que tenemos en cartera nos protegen frente a este entorno.

Por último, aprovecho para anunciar que tendré el placer de participar el próximo 13 de noviembre en el **XTB Opportunities 2021**, organizado por la casa XTB y en el que expondré una idea de inversión, junto con otros referentes de gestión *value* en España, como Cobas, Azvalor, True Value o Luis García (MAPFRE AM Behavioral Fund). Si desea apuntarse al evento, puede hacerlo [aquí](#).

Rentabilidades

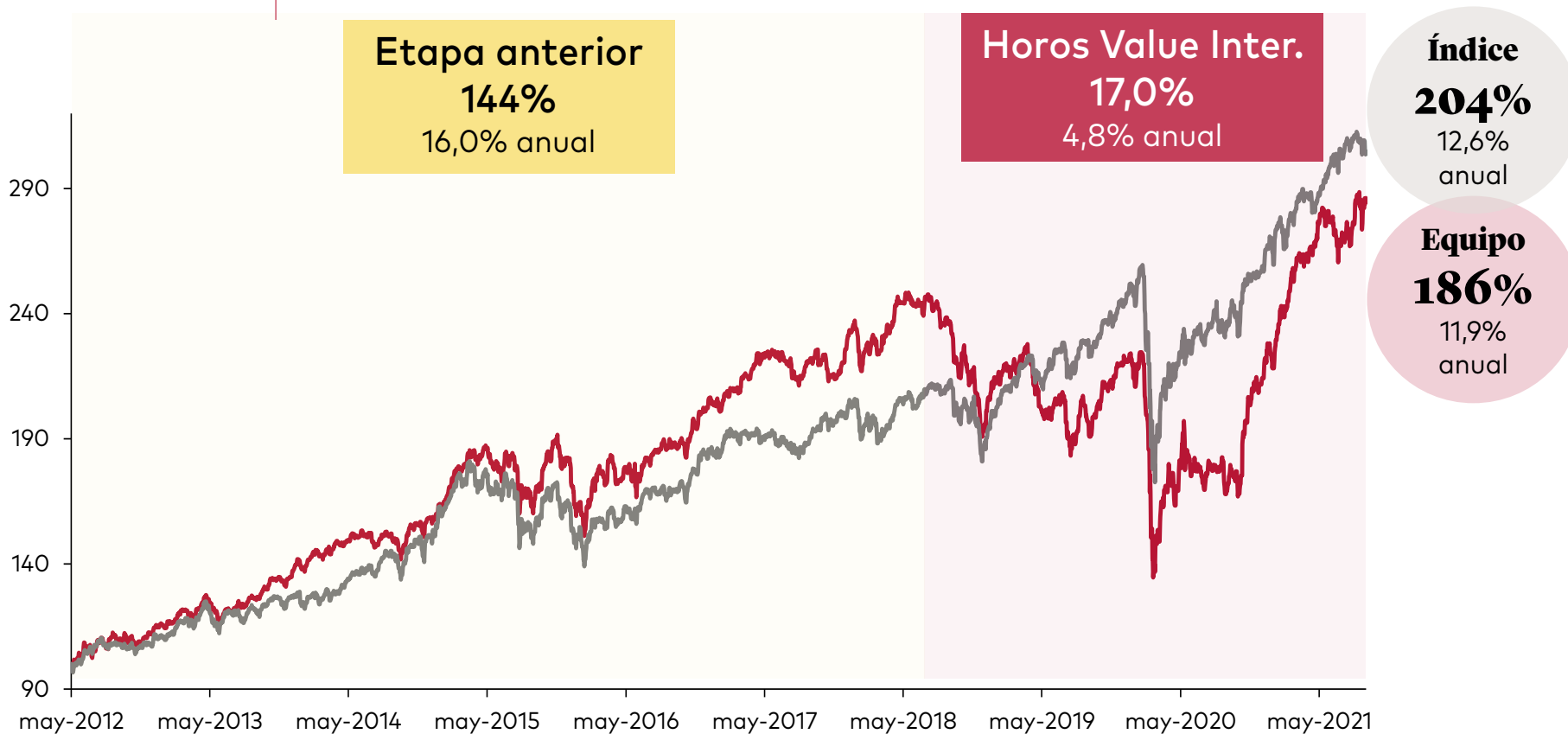
Rentabilidad histórica del equipo gestor en la **estrategia ibérica**



Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web: www.horosam.com

Rentabilidades

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



Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web: www.horosam.com

Top 10 posiciones
Horos Value Iberia

Posición	Peso	Sector
Semapa	7,2%	Financiero
Horos Value Internacional	7,0%	Financiero
Sonae SGPS	6,6%	Distribución
Merlin Properties	6,3%	Inmobiliario y construcción
Renta Corporación	5,6%	Inmobiliario y construcción
Iberpapel	4,5%	Industrial
Catalana Occidente	4,4%	Financiero
Gestamp	4,4%	Industrial
Talgo	4,4%	Ingeniería
Elecnor	4,4%	Ingeniería

Top 10 posiciones
Horos Value Internacional

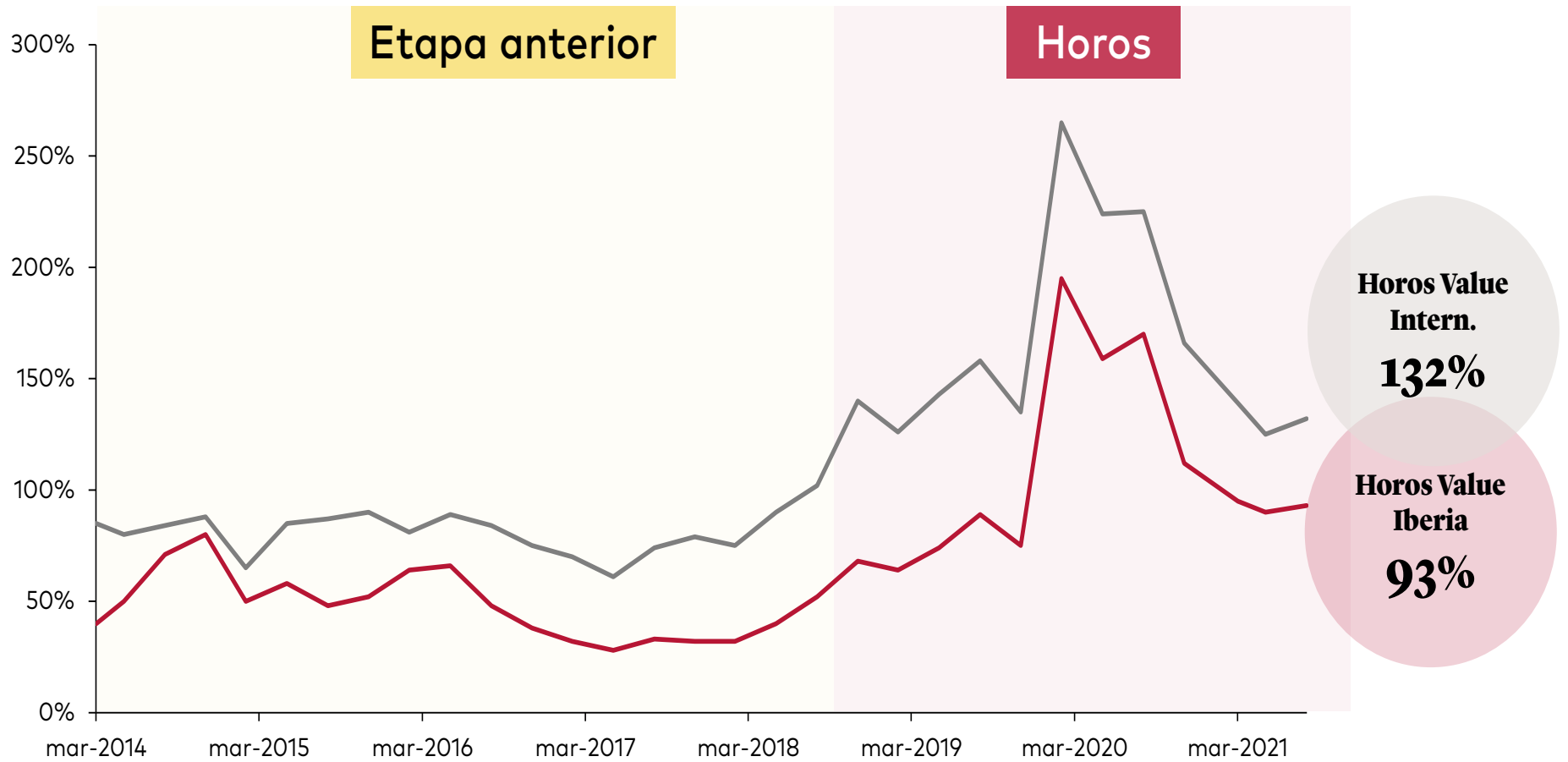
Posición	Peso	Sector
Aercap Holdings	5,8%	Financiero
Kaisa Prosperity Holdings	4,7%	Inmobiliario y construcción
Semapa	4,6%	Financiero
Teekay Corp.	4,4%	Materias primas
Sonae SGPS	3,7%	Distribución
Fairfax India	3,6%	Financiero
Power Reit	3,4%	Inmobiliario y construcción
Sun Hung Kai And Co	3,3%	Financiero
Keck Seng Investments	3,2%	Inmobiliario y construcción
Sprott Physical Uranium	3,0%	Materias primas

Potenciales

Potencial histórico del equipo gestor

Datos desde 31 de marzo de 2014 hasta el 30 de septiembre de 2021.

** El cálculo del potencial se muestra en la siguiente diapositiva.



**Para el cálculo de este potencial, realizamos un estudio individual de cada inversión que compone la cartera. En concreto, realizamos una estimación a tres años del valor de cada compañía en la que invertimos. Para ello, calculamos, de manera conservadora, los flujos de caja futuros que pensamos que va a generar los próximos tres años el negocio, para así poder calcular el valor futuro de la empresa (entendido este como capitalización bursátil ajustado por la posición financiera neta). Posteriormente, con estos datos, estimamos el múltiplo EV/FCF (valor futuro de la empresa dividido por su flujo de caja libre normalizado, es decir, ajustando este último por partidas extraordinarias) al que cotizaría cada compañía. Por último, fruto del análisis cualitativo que realizamos de cada empresa, asignamos un múltiplo de salida a cada inversión (a cuánto pensamos que merece cotizar cada negocio) y lo comparamos con el dato anterior, para estimar el potencial o atractivo de la inversión. En determinadas ocasiones, dada la naturaleza de las inversiones, se utilizarán otros métodos de valoración generalmente aceptados, tales como la suma de partes, descuento de flujos de caja o múltiplo de precio entre valor contable. En base a este potencial, asignamos los pesos en nuestras carteras.