

HOROS

ASSET  
MANAGE-  
MENT

CARTA TRIMESTRAL  
A LOS PARTÍCIPES

ENERO 2023

## ENERO 2023

Estimado co-inversor,

El cuarto trimestre del año ha supuesto un bálsamo para la mayoría de los mercados, permitiéndoles reducir parte de las importantes pérdidas acumuladas a lo largo de los nueve meses anteriores. Nuestras carteras no han sido ajenas a este positivo movimiento. Por un lado, nuestro fondo Horos Value Internacional ganó un 13,7% en estos últimos tres meses del año, acumulando una rentabilidad del 4,9% en 2022, frente a una subida del 0,8% de su índice de referencia en el trimestre y una caída del -13,0% en el año. Por otro, Horos Value Iberia se anotó un 12,1% en el periodo, para una rentabilidad del -5,2% en 2022, frente al 11,9% de su índice de referencia en el trimestre y una subida del 2,0% en el conjunto del año.

Aprovecho, como es costumbre, para actualizar nuestras rentabilidades de más largo plazo. Por un lado, desde el inicio de Horos (21 de mayo de 2018), Horos Value Internacional consigue una rentabilidad del 26,5%, inferior al 39,6% de su índice de referencia; mientras que Horos Value Iberia obtiene una rentabilidad del 4,5%, superior al 2,4% de su índice comparable. Por otro lado, desde 2012, las rentabilidades de este equipo gestor alcanzan el 209% en la estrategia internacional y el 162% en la estrategia ibérica, en comparación con un 188% y un 72% de sus índices, respectivamente.<sup>1</sup>

Pese a la relativa recuperación de este trimestre, muchos índices han vivido caídas abultadas en este fatídico 2022. Aunque muchas causas pueden estar detrás de este retroceso, estamos convencidos de que el endurecimiento de las políticas monetarias de los bancos centrales ha jugado un papel clave. En esta última carta del año, me gustaría destacar el papel que han jugado los tipos de interés en la evolución de los mercados, antes y después de su importante viraje. Además, aprovecharé para actualizar las buenas perspectivas de nuestras inversiones.

Como siempre, agradecerle su confianza y desearle lo mejor para este nuevo año.

Reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA  
Director de Inversiones

<sup>1</sup> El dato incluye los resultados obtenidos por el equipo gestor en su anterior etapa profesional en otra gestora de fondos de inversión (desde el 31 mayo de 2012 para la estrategia internacional y el 30 de septiembre para la estrategia ibérica, hasta el 22 de mayo de 2018 en ambos casos, momento en el que se incorporan a Horos AM).

Rentabilidades pasadas, no son garantía de rentabilidades futuras.

## Resumen ejecutivo

*Todos los factores que causaron un mercado alcista, no solo se están deteniendo, sino que se están revirtiendo todos y cada uno de ellos.*

— Stanley Druckenmiller

Finalizamos un 2022 muy complicado para la mayoría de los inversores. Un año en el que prácticamente ningún activo ha conseguido mantenerse a salvo de las correcciones. Aunque muchos factores pueden explicar estas caídas (conflicto con Rusia, economía China, inflación, etc.), estamos convencidos de que la variable clave que ha catalizado este movimiento en todos los mercados ha sido el alza de los tipos de interés por parte de los bancos centrales. De esta manera, al igual que siempre hemos defendido que las políticas expansivas monetarias y fiscales de los últimos años explicaban la exuberancia en la valoración de muchos activos, incluyendo la renta fija, ahora el alza de tipos de interés ha supuesto el pinchazo de muchos de estos precios claramente inflados. Por otro lado, aprovechamos que iniciamos un año para repasar las buenas perspectivas de nuestras inversiones para los próximos ejercicios.

Adicionalmente, como es habitual, comentaremos los movimientos más significativos que se han producido en nuestras carteras. Entre otros, podemos destacar que en Horos Value Internacional hemos vendido nuestra posición en el vehículo **Sprott Uranium Physical Trust** y el holding **Teekay Corp**, al encontrar otras alternativas más atractivas en estos momentos. A su vez, hemos invertido en la plataforma de medios de pago **PayPal Holdings**, en la compañía de plataformas tecnológicas china **Baidu** y en la empresa de concesionarios británica **Pendragon**, tras la caída de precio en el mercado por la retirada de la OPA por parte del grupo sueco Anders Hedin. Por su parte, en Horos Value Iberia no se han producido entradas o salidas, pero hemos incrementado nuestra exposición a compañías muy penalizadas, como **Atalaya Mining** o **Talگو**. Adicionalmente, el holding **Sonaecom** ha recibido una OPA por parte de su matriz **Sonae**, a un precio que se nos antoja muy alejado de un valor razonable.

## ¿El *annus horribilis* que pinchó todo?

*1992 no es un año que recordaré con placer intenso. En palabras de uno de mis colaboradores más comprensivos, se ha convertido en un 'Annus Horribilis'.*

— Isabel II de Inglaterra

Finalmente, tras trece ejercicios de ascensos continuados (salvo por las ligeras caídas de 2018), el principal índice bursátil del mundo -el **S&P500** de Estados Unidos- ha sufrido en 2022 un importante varapalo, al dejarse cerca de un -20% en el periodo, marcando su peor año desde la Gran Recesión de 2008 y su tercera peor caída en varias décadas (la otra caída reciente más abultada fue la del 2001, causada por el pinchazo de la burbuja puntocom). Peor suerte ha corrido su homólogo tecnológico: el índice **Nasdaq** ha retrocedido alrededor de un -33% en este complicado ejercicio bursátil. Aunque, entre los mercados más relevantes, los americanos son los que se han llevado la peor parte, prácticamente ningún índice del mundo se ha salvado de la quema. Así, muchas de las bolsas asiáticas han vivido correcciones que han oscilado desde el -15% de los índices chinos a un -33% en el caso de Vietnam. Por su parte, en Europa hemos visto caer, entre otros, a la bolsa de Austria un -19%, a la de Suiza un -17%, a la de Suecia un -16%, a las de Alemania e Italia alrededor de un -13% y a nuestro **Ibex-35** un -5,5%. Como contraparte a esta tendencia negativa, resulta muy llamativo cómo algunos mercados más "exóticos" han vivido extraordinarias revalorizaciones en este fatídico 2022. Sin duda, la estrella bursátil ha sido la bolsa de Venezuela, con ascensos del 255%, seguida por el mercado turco (196%) y el Merval de Argentina (142%). Casualmente, se trata de índices de valores pertenecientes a economías que han visto destruida (¡una vez más!) su divisa y, como consecuencia, están sufriendo (entre otros muchos males) episodios hiperinflacionarios que, por otro lado, vuelven a demostrar la **capacidad de protección de los activos de renta variable en entornos de fuerte pérdida de poder adquisitivo.**<sup>2</sup>

Sin embargo, la renta variable global no es el único activo que ha vivido su particular *annus horribilis*. Como ya tuvimos la oportunidad de destacar en nuestra IV Conferencia Anual de Inversores (ver [aquí](#)), la renta fija pública global (utilizada siempre como un proxy del activo libre de riesgo) ha presentado su peor comportamiento en varias décadas e, incluso, ha sido el año de caídas más

<sup>2</sup> Samson, A. y Yackley, A. J. (30 de diciembre de 2022). Turkish stocks soar as local investors seek refuge from blistering inflation. *Financial Times*.

abultadas en algunos mercados, como es el caso de Estados Unidos.<sup>3</sup> No solo eso, algunas plazas tan importantes como la de Reino Unido o la de Japón han vivido momentos de presión muy elevada, forzando a que sus bancos centrales se replanteen sus políticas monetarias de un día para otro.<sup>4</sup> Por si alguien se lo está preguntando, **no es nada común un año en el que tanto la renta variable como la renta fija gubernamental arrojen rentabilidades nominales negativas**. De hecho, las veces que esto ha sucedido en el caso del mercado americano, desde 1871, se pueden contar con los dedos de una sola mano.<sup>5</sup> No es difícil imaginarse el enorme roto que esta extraordinaria circunstancia ha generado en las clásicas carteras mixtas que replican la famosa estrategia inversora 60/40 (60% en acciones y 40% en renta fija).<sup>6</sup>

Así mismo, el sector inmobiliario, que también suele considerarse un activo de bajo riesgo, está padeciendo también fuertes correcciones en países en los que parecía que nunca iba a detener su ascenso. Algunos ejemplos, sin ser exhaustivo, serían Australia o Reino Unido, que presentan su peor año desde 2008; Suecia, con caídas no vistas desde la década de los 90, o China, cuyo colapso inmobiliario ya destacamos hace algunos trimestres (ver [aquí](#)).<sup>7</sup> Desde luego, parece cuestión de tiempo que otros mercados que han vivido subidas muy acusadas los últimos años (como el de Estados Unidos) terminen uniéndose a esta lista.<sup>8</sup>

Empero, no solo los activos más tradicionales han visto cómo se colapsaba su precio en 2022. También otros, con un componente mucho más especulativo, como son los que comúnmente se conocen como criptodivisas, han vivido su particular descenso a los infiernos. Tras el éxito de **Bitcoin** (como concepto y como inversión) estos últimos años, comenzaron a florecer un sinfín de activos sucedáneos, así como plataformas de contratación que facilitarían su compraventa. El extraordinario sentimiento positivo que rodeó, durante 2020 y parte de 2021 a todo este universo, propició subidas espectaculares en activos con características que (estoy convencido) muy pocos compradores se pararon, ni tan siquiera, a intentar comprender. Por poner un ejemplo del desenfreno que se vivió durante un tiempo,

<sup>3</sup> Stanton, E. (31 de diciembre de 2022). Treasuries Post Biggest Annual Loss Ever as Inflation Takes Toll. *Bloomberg*; Cherry, L. (31 de diciembre de 2022). European Bond Markets Were Roiled This Year In Ways Few Imagined. *Bloomberg*.

<sup>4</sup> Strubington, T., Cumbo, J. y Flood, C. (28 de septiembre de 2022). How Kwasi Kwarteng's mini-Budget broke the UK bond market. *Financial Times*; Lewis, L. (30 de diciembre de 2022). Bank of Japan makes unscheduled bond purchases for third straight day. *Financial Times*.

<sup>5</sup> FT Reporters (31 de diciembre de 2022). Charts of the year: the big moments for gilts, crypto and the dollar. *Financial Times*.

<sup>6</sup> Otani, A. y Langley, K. (13 de noviembre de 2022). The Classic 60-40 Investment Strategy Falls Apart. 'There's No Place to Hide.' *The Wall Street Journal*.

<sup>7</sup> Pandey, S. (2 de enero de 2023). Australia House Prices Tumble Most Since 2008. *BNN Bloomberg*; Romei, V. (30 de diciembre de 2022). UK house prices fall for longest period since financial crisis. *Financial Times*; Wilen, A. (2 de enero de 2023). Swedish Housing Market Rout Continues as Drop Extends to 17%. *Bloomberg*.

<sup>8</sup> Burns, D. (27 de diciembre de 2022). Double-digit U.S. home price growth streak skids to an end. *Reuters*.

una criptomoneda llamada **Shiba Inu**, que inició su andadura a mediados de 2020, alcanzó una capitalización bursátil de más de 41.000 millones de dólares (en estos momentos, sin entrar en valorar su sentido, capitaliza 5.700 millones de dólares). Otro ejemplo muy llamativo es el de **Dodgecoin**, la criptomoneda que (literalmente) aupó al cofundador y "tecnorey" (no es un cargo ficticio, pueden buscarlo en su página web) de **Tesla**, Elon Musk, con sus ilustrativos tweets, hasta alcanzar un valor bursátil de más de 80.000 millones de dólares desde los menos de 500 millones que capitalizaba a finales de 2020 (hoy su valor total es de unos 11.000 millones de dólares). Por su parte, en el caso más conocido de **Bitcoin**, hemos visto cómo su precio pasaba desde los 10.000 dólares a mediados de 2020 (175.000 millones de capitalización) a los más de 65.000 dólares a finales de 2021 (1,2 billones de dólares), para luego caer hasta los cerca de 16.000 dólares a finales de 2022.

Por supuesto, como siempre sucede, cuando se pinchan este tipo de burbujas (me cuesta calificarlo de otra manera) aflora la fragilidad del sistema en forma de quiebras y destape de fraudes. ¿Recuerdan los casos de **Enron**, **Worldcom** o **Tyco**? Emergieron tras el pinchazo de las puntocom.<sup>9</sup> ¿Y el de Madoff? Efectivamente, tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria global de principios de este siglo.<sup>10</sup> Pues bien, las consecuencias del derrumbe de las criptomonedas no han sido una excepción a esta norma. En el 2022 hemos visto cómo colapsaban *stablecoins* como **Terra/Luna**, cómo quebraban plataformas de contratación (algunas después de aplicar "corralitos" a sus clientes) como **Celsius**, el *hedge fund* de criptomonedas **Three Arrows Capital** o, mucho más sonado y reciente, la plataforma **FTX** (y el *hedge fund* **Alameda Research**, íntimamente relacionado con esta plataforma y su fundador, Sam Bankman-Fried), cuya quiebra puede haber destapado uno de los mayores fraudes financieros de la historia en Estados Unidos.<sup>11</sup> Desde luego, resulta muy significativo que la persona encargada de supervisar el proceso de quiebra de **FTX**, que es curiosamente la misma que supervisó el proceso de bancarrota de **Enron**, afirme que nunca se había encontrado algo parecido:

*Nunca en mi carrera he visto un fallo tan absoluto en los sistemas de control de una empresa y tal ausencia total de información financiera fiable como sucede aquí.<sup>12</sup>*

<sup>9</sup> (1 de julio de 2002). WorldCom, Tyco, Enron--R.I.P. *Forbes*.

<sup>10</sup> Honan, E. y Wilchins, D. (12 de diciembre de 2008). Bernard Madoff arrested over alleged \$50 billion fraud. *Reuters*.

<sup>11</sup> Palma, E., Chaffin, J., Oliver, J. y Shubber, K. (13 de diciembre de 2022). Sam Bankman-Fried charged in one of 'biggest financial frauds' in US history. *Financial Times*; Nicolle, E., Kharif, O. e Ishmael, S-M. (22 de diciembre de 2022). All The Ways That Crypto Broke in 2022. *Bloomberg*.

<sup>12</sup> Smith, G. (17 de noviembre de 2022). FTX mess is worse than Enron, says the man overseeing its bankruptcy. *Yahoo Finance*.

Pero ¿por qué esta caída tan generalizada de activos tan aparentemente dispares? Aunque atribuir todo el mérito a una única variable carece de sentido cuando hablamos de sistemas adaptativos complejos, como son los mercados financieros, la realidad es que podemos afirmar, sin temor a equivocarnos, que el endurecimiento de la política monetaria de los principales bancos centrales y, en especial, de la Reserva Federal de Estados Unidos, ha sido el gran detonante de este colapso global.

## El (gran) punto de inflexión monetario

*Cuando los tipos de interés suben, el precio de los activos baja.*

— Ray Dalio

Howard Marks, cofundador y copresidente de **Oaktree Capital Management**, así como uno de los inversores más importantes de las últimas décadas, publica cada año una serie de memorandos en los que plasma, habitualmente, su visión sobre los mercados y la economía. Estas reflexiones, llenas de lucidez y sentido común, son seguidas por toda la comunidad inversora. De hecho, Warren Buffett ha llegado a decir que cuando recibe en su correo el memorándum de Marks deja todo lo que está haciendo y se pone inmediatamente a leerlo (¿qué mejor cumplido puede recibir un inversor?):

*Cuando veo memorandos de Howard Marks en mi correo, es lo primero que abro y leo. Siempre aprendo algo.<sup>13</sup>*

Pues bien, su último escrito de 2022 es, posiblemente, uno de los más relevantes que ha publicado. En el memorándum, titulado *Sea Change* (cambio de marea), Marks explica por qué cree que estamos ante el tercer cambio de marea o paradigma que ha vivido en su dilatada carrera inversora.<sup>14</sup> El primero de ellos lo identifica a finales de la década de los 70, cuando la proliferación de nuevas clases de activos y, en especial, el desarrollo del mercado de la renta fija, despierta un cambio de mentalidad entre los inversores que, desde entonces, comienzan a gestionar sus carteras en base al binomio rentabilidad-riesgo (antes no existía una concepción tan clara de esta relación). El segundo se produce a partir de los años 80, cuando el entonces presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, consigue contener la disparatada inflación de aquel periodo con una agresiva subida de tipos de interés, generándose un entorno muy propicio para una progresiva reducción de estos, que se ha extendido durante más de cuatro décadas. **La combinación de**

<sup>13</sup> Howard Marks: Luck, Risk and Avoiding Losers [The Knowledge Project Ep. #53]. *Farnam Street*.

<sup>14</sup> Marks, H. (13 de diciembre de 2022). *Sea Change*. *Oaktree Capital Management*.

estos dos cambios de marea explicaría la evolución y el desarrollo de los mercados financieros que hemos visto hasta principios de 2022. Como recuerda Marks en el memorándum, en ese periodo el S&P500 ha mostrado una extraordinaria evolución, cosechando una rentabilidad anualizada del 10,3%.

De nuevo, varios factores explican este excelente comportamiento de la bolsa americana en el periodo, como, por ejemplo, el crecimiento de su economía, el desarrollo tecnológico o el buen hacer de sus empresas. Sin embargo, como recalca Marks, es imposible ignorar el impacto de los tipos de interés en esta evolución:

*A mi entender, una parte significativa del dinero ganado por los inversores en el periodo responde al viento de cola causado por la caída masiva de los tipos de interés. **Creo que es casi imposible sobrestimar la influencia de su descenso en las últimas cuatro décadas.***<sup>15</sup>

¿Por qué? Por un lado, la reducción de tipos de interés estimula el endeudamiento, favoreciendo un incremento del consumo y de la inversión, lo que repercute en el crecimiento de la economía y en los beneficios empresariales.<sup>16</sup> Por otro lado, estos menores tipos de interés aumentan la valoración de los activos, al reducirse su tasa de descuento (recordemos que el valor de un activo equivale a la suma de sus flujos futuros de caja libre descontados al presente):

*En la Teoría del Valor de una Inversión, escrita hace más de 50 años, John Burr Williams estableció la ecuación para el cálculo del valor, que resumimos aquí: **el valor actual de cualquier acción, bono o negocio está determinado por sus entradas y salidas de caja -descontadas a una apropiada tasa de interés- que podemos esperar que se produzcan durante la vida de ese activo.***<sup>17</sup>

Estas dinámicas, muy probablemente, se han visto acrecentadas o, al menos, mantenidas en el tiempo más de lo que cabría esperar, por las políticas monetarias y fiscales extraordinariamente expansivas de los pasados quince años, algo de lo que hemos hablado ya anteriormente (ver [aquí](#)). Por ello, en esta ocasión, me gustaría incidir sobre **la dinámica perversa que este entorno ha ocasionado sobre el comportamiento de los directivos de las empresas cotizadas y de sus inversores** los últimos años y cómo el giro de las políticas monetarias de los bancos centrales ha terminado con ella.

---

<sup>15</sup> *Idem*. Negrita añadida para dar énfasis.

<sup>16</sup> Ya tuvimos la oportunidad de explicar la formación de los ciclos económicos en nuestra carta trimestral a los partícipes de enero de 2021 (ver [aquí](#)).

<sup>17</sup> Buffett, W. (1992). Warren Buffett's Letters to Berkshire Shareholders. *Berkshire Hathaway*. Negrita añadida para dar énfasis.



## El precio del tiempo

*Sin el interés es imposible valorar las inversiones.*

— Edward Chancellor

Comencemos primero explicando, sucintamente, cómo la reducción de tipos de interés ha propiciado un cambio en el comportamiento de los directivos de las empresas. Para empezar, la reducción del coste de la financiación anima a los empresarios a incrementar su endeudamiento e iniciar proyectos de inversión que, de otra manera, no serían atractivos. No solo eso, los bajos tipos de interés (recordemos que han llegado a situarse durante una buena temporada en terreno negativo) hizo que el mercado estuviera dispuesto a dar un importante valor a proyectos que no eran más que meras promesas, dado su incierto éxito y su lejanía temporal. Démonos cuenta de lo pernicioso del proceso que se destapa de esto que acabamos de comentar. Por un lado, el equipo directivo de una empresa no llevaría a cabo este tipo de proyectos en circunstancias más normales, ya que no conseguiría financiación para realizarlo y, probablemente, el mercado penalizaría ese tipo de iniciativas dando una menor valoración a la entidad que dirige. Por otro lado, los empresarios terminan perdiendo toda disciplina, al encontrarse con un entorno en el que cualquier idea es valorada positivamente por la comunidad inversora, independientemente de las pérdidas (ciertas) que hoy se estén produciendo, y favoreciendo, como consecuencia, un entorno competitivo insostenible y costoso para la industria en su conjunto.

Pensemos en el sector de la automoción. Se trata de una industria históricamente muy aburrida, muy competida y con pocos cambios en cuanto a fabricantes se refiere. Sin embargo, esta última década varias revoluciones han propiciado la aparición de nuevos jugadores que han puesto en jaque a los fabricantes tradicionales. En concreto, la llegada del vehículo eléctrico y el desarrollo de la tecnología de conducción autónoma están cambiando el *statu quo* del sector. Pues bien, el acceso "ilimitado" a capital que han disfrutado los recién llegados ha permitido que muchas de estas nuevas compañías alcanzasen valoraciones posiblemente impensables en otro contexto monetario. Pensemos en el caso concreto de los vehículos eléctricos, donde fabricantes como **Tesla** o **NIO** vieron cómo su valor bursátil ascendía de manera extraordinaria. Así, **Tesla** pasó de capitalizar unos 75.000 millones de dólares a primeros de 2020 a alcanzar los 1,23 billones de dólares a finales de 2021 (¡un 1.600% de rentabilidad en menos de dos años para una empresa que ya capitalizaba 75.000 millones de dólares!). Por su parte, **NIO** vio crecer su capitalización desde los meros 3.000 millones en 2020 a los casi 100.000 millones a principios de 2021. En ambos casos sus cotizaciones han llegado a sufrir grandes desplomes, de alrededor del -75% en el caso de **Tesla** y de

más de un -85% en el caso de **NIO**, poco después de esa espectacular subida. ¿Justificaban la marcha y las perspectivas de sus negocios un salto de tamaño magnitud y celeridad? ¿Qué cuota de mercado futura y qué valor llegó a pagar el mercado por las tecnologías/productos adicionales a la fabricación de automóviles eléctricos de estas compañías? ¿Cuánto ha beneficiado ese entorno de tipos bajos a estas entidades que ofrecían promesas al mercado, permitiéndoles financiar cuantiosos proyectos de inversión irrealizables para sus competidores, cuando estos últimos eran los que contaban con un balance mucho más sólido y una fuerte capacidad de generación de caja *actual*?<sup>18</sup>

Como reflexión, Jim Chanos, posiblemente el mejor inversor corto (sus clientes ganan dinero si las acciones pierden valor) de la historia, comentaba irónicamente esto sobre **Tesla** hace unos meses:

*Es una compañía de energía, es una compañía de baterías, es una compañía de robótica, es una compañía de conducción autónoma – elige lo que quieras. Además de todo esto, va a ver crecer sus ingresos por la venta de automóviles un 40% o 50% los próximos 10 años. Lo tiene todo y está dirigida por el hombre más inteligente del universo. Es la acción de los sueños y de las esperanzas.*<sup>19</sup>

Otro ejemplo claro lo encontramos en el sector de las grandes plataformas tecnológicas, donde el mercado estaba dispuesto a valorar estas compañías con múltiplos cada vez más elevados, lo que alentaba a sus equipos directivos a incrementar todo tipo de gasto e inversión, bajo la esperanza de obtener mayores ganancias y rentabilidades futuras. Sin embargo, el ejercicio 2022 ha puesto fin a esta patente falta de disciplina, como demuestran las grandes caídas bursátiles de estas compañías, forzándolas a iniciar masivos despidos de personal y tomar medidas de mejora de rentabilidad. Así, **Amazon**, **Meta Platforms** (antigua Facebook), **Lyft**, **Hewlett-Packard**, **Salesforce**, **Snap**, **PayPal Holdings** ("PayPal") o **Alphabet**, por citar algunos ejemplos, han anunciado importantes reducciones de personal para los próximos meses y medidas para incrementar los márgenes operativos de sus negocios.<sup>20</sup> La misma dinámica se está viviendo en China, donde compañías como **Tencent Holdings** ("Tencent"), **Alibaba Group** ("Alibaba") o **Baidu** han iniciado procesos de reducción de gasto e inversión en proyectos ahora menos

<sup>18</sup> (4 de enero de 2023). Investors conclude that Tesla is a carmaker, not a tech firm. *The Economist*.

<sup>19</sup> Simplify Asset Management. (26 de octubre de 2022). *Entering the Fall '22 - Fireside Chat with James Chanos*. Youtube. <https://www.youtube.com/watch?v=TPpRbZPF5w>

<sup>20</sup> Mattioli, D. y Toonkel, J. (4 de enero de 2023). Amazon Layoffs to Hit Over 18,000 Workers, the Most in Recent Tech Wave. *The Wall Street Journal*.

prioritarios y de escasa rentabilidad.<sup>21</sup> Dicho de otra manera, **el mercado se ha cansado de pagar por las promesas y exige ver certidumbres.**

Pero, como adelantábamos más arriba, no solo los equipos directivos de las empresas se han visto influenciados, de una manera u otra, por las laxas políticas monetarias de estos años. Efectivamente, muchos inversores también perdieron su disciplina ante un entorno de mercado que no era favorable para la inversión por fundamentales o, como nos gusta decir en Horos, con sentido común. Ya hemos destacado en nuestras conferencias anuales y en anteriores cartas a los inversores cómo las actuaciones de los bancos centrales y los estímulos fiscales de estos años generaban un contexto poco propicio para la inversión *value*, por lo que no voy a repetir esa parte de lo que ha sucedido aquí. Sin embargo, sí me gustaría destacar los peligros de otra narrativa que durante años parecía justificar cualquier valoración en un determinado perfil de compañía: la inversión en las llamadas *compounders*.

Grosso modo, las *compounders* son aquellas compañías que cuentan con un negocio de elevada calidad, capaz de generar grandes rentabilidades sobre su capital empleado (ROCE, en la jerga financiera) y que, además, pueden reinvertir el beneficio generado en su propio negocio con esas elevadas tasas de retorno de manera sostenible en el tiempo. Esta última parte es muy importante, ya que hay empresas con capacidad para obtener grandes rentabilidades, pero sin posibilidad de reinvertir el beneficio cada año, por lo que no componen su valor de la misma manera. Obviamente, **la empresa ideal para un inversor es aquella que entre dentro de la categoría de *compounder* y que, adicionalmente, esté cotizando en el mercado a un precio suficientemente atractivo.** Sin embargo, hete aquí el quid de la cuestión, ya que muchos inversores obviaron esta segunda condición durante demasiado tiempo, olvidando la máxima de que *precio es lo que pagas y valor es lo que recibes*.

*No es lo que compras, es lo que pagas. El éxito de una inversión no proviene de comprar buenos negocios, sino de comprarlos correctamente. Y si no comprendes la diferencia, entonces esto no es para ti.*<sup>22</sup>

Este fenómeno se concentró, generalmente, en aquellas plataformas tecnológicas llamadas a revolucionar alguna industria. En algunos casos, el movimiento tenía su fundamento, ya que **toda narrativa extrema necesita su parte de verdad para que pueda sostenerse en el tiempo.** Sin embargo, en otros muchos casos, hablamos de

---

<sup>21</sup> Deng, I. y Cao, A. (23 de diciembre de 2022). Tencent's Pony Ma says cost-cutting will continue in 2023 and pins hope on short video as major growth driver. *South China Morning Post*.

<sup>22</sup> Koch, K. (1 de junio de 2022). Talks at GS. Howard Marks. *Goldman Sachs*.

compañías prácticamente "por hacer", donde su futura generación de caja era, como poco, incierta. Un ejemplo claro de esta dinámica sería el caso de **Carvana**, la compañía de venta online de vehículos de segunda mano que iba a acabar con el *modus operandi* tradicional de la venta física de los concesionarios (donde, por cierto, contamos desde hace años con inversiones en compañías como **Vertu Motors** o **Pendragon**). Y es que esta empresa pasó de capitalizar unos 8.000 millones de dólares a principios de 2020, a contar con un valor bursátil de más de 62.000 millones poco más de un año después (revalorización del 675%). ¿Su capitalización actual? Algo más de 1.300 millones de dólares y acosada por los rumores de bancarrota.<sup>23</sup> Un segundo ejemplo ilustrativo sería el de **Peloton Interactive**, la empresa que iba a romper moldes en la industria del ejercicio. Pues bien, la compañía pasó de valer unos 7.500 millones a principios de 2020, a alcanzar una capitalización de más de 45.000 millones de dólares pocos meses después (revalorización del 500%). Su valor bursátil actual ronda los 4.000 millones. De nuevo Jim Chanos, al igual que antes vimos con **Tesla**, argumentó de manera muy ilustrativa lo sucedido con **Carvana**:

*Si ya no creces y no consigues ganar dinero, entonces el mercado pasa de valorarte a veinte veces tus ingresos o diez veces tu margen bruto, lo que sea, a considerarte un vendedor de vehículos usados con presencia en internet que pierde dinero. Esa es una buena rebaja.<sup>24</sup>*

Pero como decía hace un momento, en muchos casos la expansión de múltiplos vivida por muchas *compounders* tenía su explicación fundamental. Negocios de indudable calidad, con relevantes ventajas competitivas, también gozaron de grandes revalorizaciones en el periodo, hasta alcanzar unos niveles difícilmente justificables. Algunas de estas compañías han estado en nuestro radar durante todos estos años (de hecho, fuimos accionistas de varias de ellas en nuestra anterior etapa profesional), en los que hemos estado esperando pacientemente a que apareciera el mejor momento de reentrada, en un contexto en el que nuestra cartera ha cotizado siempre con un margen de seguridad y un potencial de revalorización muy elevado. Finalmente, como explicaremos en mayor detalle en los movimientos de la cartera, esta oportunidad ha empezado a materializarse. Así, a lo largo del último año, **el alza de los tipos de interés ha finalizado con esta exuberancia del mercado, situando a estos grandes negocios en precios de mercado mucho más razonables e, incluso, muy atractivos**. Por este motivo, estos últimos meses hemos elevado notablemente nuestra exposición al sector, incrementando nuestra inversión en el holding sudafricano **Naspers** (exposición a

<sup>23</sup> Olinga, L. (8 de diciembre de 2022). Carvana Defiant in Face of Alarms About Possible Bankruptcy. *The Street*.

<sup>24</sup> Moses, D., Adami, G. y Nathan, D. (abril 2022). Excuse Me, I Need to do Some Hedging Trades with Jim Chanos. Also, an interview with iConnections co-founder and CEO, Ron Biscardi. *On The Tape*.

**Tencent** con descuento) e incorporado empresas como **Alphabet**, **PayPal** o **Baidu**, tras sufrir caídas, en algunos casos, superiores al -75% en este fatídico periodo para la industria de plataformas tecnológicas.<sup>25</sup>

En definitiva, el gran giro monetario que hemos vivido en 2022 ha permitido que se genere, años después, una nueva oportunidad para invertir en negocios de gran calidad a precios muy atractivos, lo que hemos aprovechado para situar nuestro peso agregado en esta industria en el 13% de nuestra cartera internacional. Adicionalmente, ha servido como buen recordatorio de que **tan importante para generar rentabilidades satisfactorias y sostenibles en el tiempo es acertar en lo que uno invierte, como en lo que no invierte**. En palabras de Jean-Marie Eveillard, uno de los mejores inversores *value* de todos los tiempos:

*Me ha ayudado más [como inversor] lo que evitaba que en lo que invertía. No tenía nada en Japón a finales de los 80, ni nada en el sector de las telecomunicaciones, medios y tecnología a finales de los 90, ni tampoco en el sector financiero a comienzos de este siglo.*<sup>26</sup>

## ¿Qué esperar de nuestras carteras en 20xx?

*Una predicción sobre la evolución del mercado no te dice nada sobre adónde se dirige este, pero sí mucho sobre la persona que hace esa predicción.*

— Warren Buffett

Este momento del año suele ser muy propicio para que algún periodista financiero o algún conocido nos pregunte por nuestras expectativas para el mercado en el ejercicio. Obviamente, no lo sabemos y no es algo que nos preocupe, por lo que nunca damos una respuesta "satisfactoria" a este tipo de preguntas. Nuestra visión es que el mercado está ahí para ayudarnos como inversores, al ofrecernos diferentes oportunidades de inversión, en cada momento, que intentamos aprovechar con mayor o menor éxito. Tampoco podemos saber cómo va a comportarse nuestra cartera. No es algo que esté en nuestras manos. Dicho esto, sí contamos siempre con una imagen bastante clara de las bondades de las inversiones que componen nuestros fondos de inversión. Por este motivo, dado que iniciamos un nuevo año, me parece interesante repasar las grandes temáticas inversoras contenidas en nuestro fondo de inversión Horos Value Internacional (Horos Value Iberia, al ser un fondo de renta variable ibérica, no tiene grandes

<sup>25</sup> Miao, H. (1 de enero de 2023). The Year Big Tech Stocks Fell From Glory. *The Wall Street Journal*.

<sup>26</sup> (18 de agosto de 2021). Learning From Jean-Marie Eveillard: Quotations and References. *MOI Global*.

temáticas que permitan este tipo de ejercicio) y por qué somos optimistas respecto a su posible comportamiento futuro.

### ASIA (22,5% de la cartera)

El grueso de la exposición lo tenemos, como sabe, a través de compañías cotizadas en Hong Kong, así como de las plataformas tecnológicas **Naspers** y **Baidu** (que vuelve a nuestra cartera este trimestre), cuyos negocios, en general, están muy vinculados a la marcha de la economía china. Obviamente, su (mala) evolución en los últimos dos años ha impactado muy negativamente en estas empresas y, muy especialmente, en sus cotizaciones, registrando todas ellas grandes caídas en el periodo. Como ya hemos destacado a lo largo de los últimos trimestres, tres factores han estado detrás de este frenazo económico: el impacto regulatorio en el sector tecnológico chino, la crisis de su sector inmobiliario y la política de "cero covid" seguida por el gobierno de Xi Jinping. Sin embargo, los acontecimientos de las últimas semanas nos animan a ser cautelosamente optimistas con respecto a estas tres circunstancias.

Empecemos por el sector tecnológico, donde dos frentes han hecho estragos en esta industria los últimos tiempos. Por un lado, el enorme crecimiento de las grandes compañías tecnológicas, así como el rápido enriquecimiento e incremento de poder de sus fundadores, posiblemente comenzó a incomodar al Partido Comunista de China y a su líder Xi Jinping. Algo que se hizo más evidente tras el castigo recibido por Jack Ma (fundador de Alibaba), tras su famoso discurso criticando al sector bancario chino, y las posteriores medidas regulatorias destinadas a penalizar y ganar un mayor control sobre el sector tecnológico del país (ver [aquí](#)). Por otro lado, la amenaza formal por parte de la Security Exchange Commission (SEC) americana de excluir de su mercado a las compañías chinas cotizadas allí, si no comenzaban a dar un acceso a la información suficiente para sus auditores, contribuyó al sentimiento negativo que ya acompañaba a este sector. Estos frentes, unidos a la marcha de la economía china, explican las grandes caídas bursátiles que padecieron compañías como **Alibaba**, **Tencent**, **Baidu**, **Meituan**, **Pinduoduo** o **JD.com**, por citar algunas de las más importantes, en el periodo.

Sin embargo, parece que se esté iniciando un punto de inflexión importante en ambos frentes. Así, el gobierno chino anunció en enero, a través de la figura de Guo Shuqing (secretario del Partido Comunista de China), que *la futura supervisión del sector se verá normalizada y que se dará apoyo a las plataformas para que tengan*

un papel más relevante en la creación de empleo y en la competencia global.<sup>27</sup> Por su parte, China permitió, finalmente, una auditoría satisfactoria por parte del regulador americano, completada a mediados de diciembre, lo que debería reducir de manera importante el riesgo de expulsión de sus compañías del mercado de acciones estadounidense.<sup>28</sup> Desde luego, noticias positivas que han contribuido a explicar la buena evolución reciente de nuestras inversiones en **Naspers** y **Baidu**, cuya ponderación conjunta en nuestra cartera supone un 8,5% aproximadamente.

En cuanto al sector inmobiliario, la política de "prosperidad común" y, en concreto, la implantación de las tres líneas rojas para limitar el crecimiento y endeudamiento de las promotoras del país, han llevado a la industria a vivir una crisis de liquidez y solvencia de difícil contención. Tras la caída de **Evergrande Group** y otros grandes del sector, así como los continuos impagos de deuda y la parálisis generalizada, el gobierno parece haber tenido suficiente y ha tomado una serie de medidas, cada vez más decididas y contundentes, para tratar de aliviar la situación. En concreto, a mediados de noviembre anunció la puesta en marcha de una guía de dieciséis puntos que debe adoptar el sector financiero para apoyar a las compañías inmobiliarias, además de favorecer la captación de capital a través de nuevas emisiones de deuda, ampliaciones de capital o ventas de filiales.<sup>29</sup> Posteriormente, ya en enero, Beijing anunció el borrador de un nuevo plan de veintidós puntos, destinado a ayudar a las entidades promotoras de mayor "calidad", así como una rebaja en los requisitos de las tres líneas rojas para algunos de estos jugadores.<sup>30</sup>

No somos tan ingenuos para pensar que la recuperación del sector va a tener una forma de "v", pero sí parece que entramos en una fase más constructiva que puede poner fin al imparable efecto dominó que se había desatado. Aunque aún con grandes incertidumbres, creemos que este cambio de política (y de sentimiento) contribuirá a mejorar las perspectivas de nuestra compañía **Asia Standard International** (exposición a distintos activos inmobiliarios en Hong Kong, China y Canadá, además de inversiones en deuda de promotores inmobiliarios chinos), donde tenemos invertido algo más del 1,5% del fondo, así como a reactivar el negocio de nuestras empresas de servicios inmobiliarios **Kaisa Prosperity** y **Aoyuan Healthy Life**, cuyo peso conjunto supone el 2,2% de Horos Value Internacional. Aprovecho para destacar que el cerca del 30% de las acciones de **Aoyuan Healthy Life** están en proceso de poder ser vendida por su matriz, la promotora **Aoyuan**

<sup>27</sup> Ran, L. y Wei, H. (9 de enero de 2023). China wraps up two-year tech crackdown, top official says. *NIKKEI Asia*.

<sup>28</sup> Shidong, Z. (16 de diciembre de 2022). Chinese regulator welcomes positive PCAOB report, vows 'audit oversight cooperation with our US counterparts in years to come'. *South China Morning Post*.

<sup>29</sup> Liu, P. (22 de diciembre de 2022). China's State Council calls for implementation of property market rescue measures to boost economic growth. *South China Morning Post*.

<sup>30</sup> Liu, P. (13 de enero de 2023). China property crisis: Beijing drafts 21-point plan to aid developers with financing, debt extensions, state media says. *South China Morning Post*.

**Group.**<sup>31</sup> Se trata de un movimiento que se está repitiendo continuamente en el sector y que, *a priori*, debería ser una buena noticia para sus accionistas (evitaría el riesgo de operaciones de financiación encubierta a la matriz y podría agilizar el fin de la suspensión de su cotización, vigente desde hace meses por no completar la auditoría de sus resultados).

Por último, nos queda el último gran factor que ha explicado la debacle económica reciente de China. Efectivamente, la inflexible política de "cero covid" llevada a cabo por el gobierno chino, sin entrar en valorar su validez como medida de contención de la pandemia en este país, ha reducido el consumo y la inversión agregados, impactando negativamente en la marcha de la gran mayoría de negocios. No obstante, cuando todo hacía indicar que se mantendría esta política en 2023, el gobierno ha dado un giro de ciento ochenta grados y ha decidido flexibilizar, enormemente, las medidas para combatir al coronavirus. Posiblemente, el gran descontento de la población ante los continuos encierros (con ciudadanos padeciendo grandes problemas para acceder a alimentos) y, adicionalmente, la elevada tasa de contagio de la actual cepa, hayan conseguido que Xi Jinping termine por dar su rígido brazo a torcer. Como es de esperar, esta mayor apertura, unida a la gran acumulación de ahorro precautorio de las familias estos meses, va a facilitar la recuperación de muchas industrias, como la financiera, la de restauración y la de ocio.<sup>32</sup> Todo esto debería beneficiar a compañías en las que estamos invertidos, como son **Sun Hung Kai & Co** (financiación al consumo e inversiones), **NagaCorp** (casino en Camboya), **Tang Palace (China) Holdings** (cadena de restaurantes), **Tai Cheung Holdings** (inmobiliario lujo y hotel Sheraton en Hong Kong), **Ajisen China Holdings** (cadena de restaurantes) y **Time Watch Investments** (fabricación y venta de relojes). Además de las positivas perspectivas que podemos esperar para sus negocios, hablamos de inversiones que cotizan a múltiplos irrisorios y que pagan una rentabilidad por dividendo promedio cercana al 10%. En su conjunto, si incluimos a **Keck Seng Investments** (con activos residenciales en Macao, un hotel en Vietnam y otros activos hoteleros en Estados Unidos, Canadá o Japón) estas inversiones suponen más del 10% de nuestro fondo.

#### MATERIAS PRIMAS (19% de la cartera)

Como hemos podido comprobar los últimos trimestres, al contrario de lo sucedido con China, esta temática ha sido la que más positivamente ha contribuido a nuestra cartera el último año y medio. Obviamente, este comportamiento ha

<sup>31</sup> Ao, Y. (6 de diciembre de 2022). Developer China Aoyuan posts note saying it is in talks to sell stake in property services unit as liquidity crisis rumbles on. *South China Morning Post*.

<sup>32</sup> Kawate, I. (12 de enero de 2023). Chinese bank deposits exceed loans by \$6.5tn as caution prevails. *NIKKEI Asia*.



propiciado que hayamos reducido nuestra exposición paulatinamente y cambiado la composición de los nombres en los que invertimos. Aunque pueda parecer lo contrario, no todas las materias primas se mueven al unísono (cada una tiene sus dinámicas de demanda y oferta), ni se encuentran siempre en el mismo momento del ciclo de capital de su industria, por lo que intentamos ser activos a la hora de posicionar nuestra cartera, siempre buscando las inversiones que mejor binomio rentabilidad-riesgo nos ofrezcan. De ahí que, en estos momentos, el grueso de nuestra exposición lo mantengamos en compañías vinculadas a lo largo de toda la cadena de valor del sector del petróleo y el gas, donde pensamos que las perspectivas de oferta y demanda son favorables a medio plazo e, igual de importante, donde seguimos encontrando oportunidades atractivas de inversión. Por este motivo, **Mistras Group** (soluciones para la protección de activos de la industria del petróleo y gas), **Spartan Delta** (producción de petróleo y gas natural), **Cool Company** (transporte de gas natural licuado), **TGS** (servicios de generación y análisis de datos geofísicos) y **Shelf Drilling** (plataformas petrolíferas) suponen algo más del 12% de Horos Value Internacional. El otro 7% lo repartimos entre **Aperam** (acero inoxidable), **Atalaya Mining** (cobre), **Geo Energy Resources** (carbón térmico) y **Ramaco Resources** (carbón metalúrgico). Todas ellas cotizando a niveles muy atractivos, tras las caídas que han vivido por los temores al impacto de una potencial recesión global.

#### FINANCIERO/HOLDINGS EX CHINA (30% de la cartera)

Se trata de la temática más relevante del fondo, ya que incluimos en este grupo compañías puras financieras y holdings dueños o inversores en otras entidades. Sin embargo, dada su heterogeneidad, he preferido dejarla para el final, ya que no podemos extraer conclusiones generales que afecten al conjunto de estas compañías.

En cuanto a los nombres que componen la parte de negocios puramente financieros, destacan entidades en las que llevamos años invertidos, como **AerCap** (leasing de aviones), **Catalana Occidente** (seguro tradicional y seguro de crédito) o **S&U** (financiación a la compra de vehículos de segunda mano y financiación puente para la compra de vivienda). Las tres compañías cuentan con equipos directivos de primer nivel, totalmente alineados con los accionistas, con un foco constante en la eficiencia operativa y con una aproximación conservadora a la gestión de su balance. En cuanto a la gestión de capital, pensamos que **AerCap** está un peldaño por encima de las otras dos (quizás más condicionadas por su histórica cultura), al buscar siempre maximizar el valor para los accionistas en todo momento y aprovechando para recomprar acciones propias de manera agresiva, cuando las

circunstancias son las más idóneas para ello. Al margen de esto, las tres compañías cotizan a valoraciones muy atractivas, que, sin duda, no reflejan las perspectivas de beneficios futuros y la rentabilidad sostenible de sus negocios. El conjunto de inversiones que forman parte de este grupo de "puras financieras" supone alrededor de un 17% de nuestra cartera.

Por su parte, entre nuestros holdings destacan también inversiones históricas, tan variadas como **Fairfax India**, **Semapa** o **CIR**. Me gustaría comentar un par de líneas sobre la primera de ellas. **Fairfax India** es el holding controlado y gestionado por la reaseguradora **Fairfax Financial Holdings**, el famoso vehículo dirigido por Prem Watsa (empresario indio-canadiense considerado durante muchos años el "Warren Buffett canadiense"). Se trata de una entidad que nos da exposición a activos únicos en India (cotizados y no cotizados), de la mano de un equipo que tiene una filosofía inversora muy similar a la nuestra. Pese a los satisfactorios resultados que están consiguiendo (prácticamente ha doblado su NAV por acción en seis años), el mercado ha llegado a valorar a **Fairfax India** un 50% por debajo de su valor contable. Algunos inversores atribuyen esto a la favorable estructura de comisiones que cobra el equipo directivo (vinculadas al tamaño del vehículo y a la evolución del NAV, en vez de al precio de la acción, por ejemplo). Aunque compartimos el descontento por la estructura de comisiones en un momento de valoración como el actual, no es algo que no supiéramos como accionistas y, posiblemente, no es una conversación que se estaría manteniendo si el vehículo cotizase a su valor contable o, incluso, por encima. Por otro lado, aunque nos gustaría que fueran más agresivos, el equipo directivo está realizando recompras de acciones generadoras de valor por este elevado descuento y, además, continúa rotando la cartera de activos, demostrando en las valoraciones de salida que el NAV publicado, no solo es cierto, sino posiblemente bastante conservador. Obviamente, el gran catalizador para la cotización podría ser la salida a bolsa del aeropuerto de Bangalore, principal activo de **Fairfax India** y cuya valoración, según las últimas noticias, podría estar muy por encima del valor contable registrado en el NAV de la compañía.<sup>33</sup> En definitiva, la compañía cotiza con un descuento que se nos antoja inexplicable y de ahí que sea una de las principales inversiones de nuestro fondo. En su conjunto, los holdings suponen un 13% de Horos Value Internacional.

---

<sup>33</sup> Kalesh, B. (17 de noviembre de 2022). Fairfax Weighing Bangalore Airport IPO at \$3.7 Billion Value, Sources Say. *Bloomberg*.

## Movimientos más destacados

*Al ignorar al resto de inversores, encontramos oportunidades de inversión de las que la gente está huyendo.*

— Bruce Berkowitz

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

### HOROS VALUE INTERNACIONAL

#### Reducciones/salidas:

##### MATERIAS PRIMAS (19%)

Posiciones comentadas: Teekay Corp. (vendida) y Sprott Physical Uranium Trust (vendida)

Este trimestre abandonan nuestra cartera dos compañías en las que llevamos varios años invertidos: **Teekay Corp.** y **Sprott Physical Uranium Trust**. Aunque ambas cuentan aún con potencial de revalorización, cada posible inversión compite con el resto de las que componen nuestra cartera. En este caso, pensamos que contamos con otras opciones con una potencial rentabilidad ajustada al riesgo incurrido más atractiva.

##### OTROS

Posiciones comentadas: AerCap (4,0%) y Verallia (2,5%)

Las mayores reducciones de peso se han producido en nuestras compañías **AerCap** y **Verallia**. En los dos casos, su cotización ha tenido una excelente evolución en los últimos meses, merced a unos resultados trimestrales que superaron lo esperado por el mercado. Seguimos viendo un elevado potencial de revaloración en ambas inversiones, por lo que, pese a la parcial desinversión, las mantenemos con una ponderación media/alta dentro de Horos Value Internacional.

#### Incrementos/entradas:

##### PLATAFORMAS TECNOLÓGICAS (12,7%)

Posiciones comentadas: PayPal Holdings (2,0%) y Baidu (2,0%)

Como ya adelanté en el comentario inicial de esta carta trimestral, hemos aprovechado el desplome vivido por las plataformas tecnológicas para reiniciar posiciones en compañías de las que ya hemos sido accionistas en el pasado y cuya valoración no llegaba, hasta ahora, a arrojar un margen de seguridad suficientemente elevado para invertir en ellas. Tal es el caso de **PayPal** y de **Baidu**.

**PayPal** es una de las compañías más importantes de pagos online del mundo y la líder (ex China) entre las carteras digitales. La empresa opera en los dos lados de una transacción, ofreciendo servicios que facilitan la compra a sus usuarios y la venta a los comercios, actuando como pasarela de pagos. En los últimos años, **PayPal** ha expandido su ecosistema, de manera orgánica e inorgánica, hacia otros servicios financieros (préstamos a empresas y consumidores, envío de remesas, prevención del fraude, datáfonos, pagos con tarjeta, etc.) y de marketing (descuentos, campañas direccionales, etc.). Sus productos más exitosos actuales posiblemente sean Venmo (aplicación con servicios similares a **PayPal**, pero, con un componente de red social, con lo que atrae exitosamente a un público objetivo más joven), Braintree (pasarela de pagos) y su servicio de financiación al consumo sin intereses (*Buy Now, Pay Later*).

Este enriquecido ecosistema ha permitido a **PayPal** proseguir con su elevado crecimiento los últimos años, hasta alcanzar 432 millones de cuentas activas (de estas, unos 35 millones corresponden a comercios) a cierre del tercer trimestre de 2022, además de elevar el atractivo para sus clientes, como demuestra el récord de transacciones por cuenta registrado en la última publicación de resultados. Además de esto, **PayPal** ha conseguido un hito histórico, al alcanzar un acuerdo con **Amazon** que permitirá a sus clientes comprar los productos con el servicio de pago de Venmo. Sin embargo, no todo han sido luces para **PayPal** estos años. La realidad es que este crecimiento no ha venido acompañado del apalancamiento operativo que se le esperaba, lo que contribuyó al sentimiento negativo hacia la compañía en 2022, ya de por sí elevado por el pinchazo en la valoración de las compañías de plataformas tecnológicas y por el entorno recesivo en muchas economías en las que **PayPal** opera. No obstante, el equipo directivo ha tomado cartas en el asunto y está iniciando una serie de iniciativas para expandir los márgenes de manera relevante a lo largo de los próximos años. Este giro, unido a una valoración (ahora sí) muy atractiva, nos ha animado a retomar la inversión en la compañía.

Por su parte, **Baidu**, como muchos sabrán, es conocida como el "Google chino". La compañía cuenta con el buscador de internet líder del país asiático desde hace años, lo que le ha otorgado una posición históricamente privilegiada para monetizar, a través de la publicidad online, una enorme base de usuarios. Sin

embargo, el auge de dos tipos de aplicaciones ha puesto en entredicho la sostenibilidad de su modelo de negocio. Por un lado, las aplicaciones sociales móviles, como al archiconocida TikTok de **ByteDance**, han surgido como nuevo modelo de consumo online, generando una nueva plataforma a través de la que monetizar a los usuarios de internet. Por otro lado, incluso más disruptivo a largo plazo, el surgimiento de las llamadas super aplicaciones: una suerte de navajas suizas virtuales que permiten a sus usuarios acceder a muchos productos y servicios sin tener que abandonar su interfaz en ningún momento, lo que resta atractivo al buscador tradicional de **Baidu**. En este campo, sin duda destacan **Tencent** (con su super aplicación Weixin/WeChat), **Alibaba** (Alipay) o **Meituan**. Estos dos factores han propiciado que la cuota de mercado en publicidad online de **Baidu** haya descendido desde un 17% en 2017 hasta menos de un 7% estimado para este 2022.<sup>34</sup> A este deterioro, tenemos que unir el desplome bursátil de su participada **iQiyi** (plataforma de vídeo controlada por **Baidu**) y sus inversiones en compañías como **Trip.com** (plataforma de hoteles y vuelos).

Con estos frentes abiertos, ¿por qué hemos decidido reinvertir en la compañía? En primer lugar, porque el equipo directivo no se ha quedado de brazos cruzados ante estas amenazas y ha sabido reinventarse lanzando su propia super aplicación. En estos momentos, Baidu App cuenta con 634 millones de usuarios activos mensuales y, lo que es muy relevante, cerca del 85% la usan a diario. Además, han sabido reorientar el negocio del buscador a través de su portal Baidu Feed (recomendación de contenido personalizada, en especial vídeos cortos, para cada usuario) y de su producto de páginas gestionadas, donde las compañías pagan a **Baidu** por suministrarles sus soluciones de inteligencia artificial para sus actividades de marketing y captación de tráfico de usuarios. Notablemente, las páginas gestionadas ya suponen más del 50% de los ingresos por publicidad de **Baidu**. Precisamente, la inteligencia artificial es un campo en el que la compañía destaca claramente y, en especial, por su asistente virtual DuerOS y por su tecnología de conducción autónoma. En concreto, **Baidu** cuenta con los servicios de taxis autónomos (Apollo Go) que ya compiten, en algunas ciudades, de tú a tú con los taxis tradicionales y han conseguido, recientemente, la importante aprobación de Beijing para ofrecer este servicio sin asistencia humana. Adicionalmente, ha constituido una sociedad conjunta con **Geely Automobile Holdings** para fabricar vehículos eléctricos autónomos.

Por otro lado, al igual que el resto de las plataformas tecnológicas del mundo, **Baidu** está tomando medidas para expandir la rentabilidad del negocio, priorizando aquellas iniciativas más importantes (y rentables) para la compañía. Un ejemplo

---

<sup>34</sup> Yao, A. (febrero de 2022). Baidu deep dive. *JP Morgan*.

común del sector lo encontramos en los servicios y productos para la nube, donde todas las empresas chinas, sin excepción, han pisado el freno a su expansión de manera importante. Adicionalmente, a los precios actuales, su participada **iQiyi** y sus inversiones en compañías como **Trip.com**, presentan probablemente un importante potencial de revalorización. Todo esto, unido a la previsible recuperación de la economía china, a un balance muy sólido (en el momento de nuestra inversión, la caja y las inversiones financieras suponían más de la mitad de la capitalización bursátil de la compañía), a un mayor apetito (aunque aún tímido) del equipo directivo por la recompra de acciones y, en especial, una valoración muy atractiva para un negocio que aún cuenta con relevantes ventajas competitivas, nos ha llevado a volver a invertir en la compañía.

## OTROS

Posiciones comentadas: **ALD Automotive** (4,7%) y **Pendragon** (0,9%)

Hemos aprovechado la pasividad de la cotización de **ALD Automotive** ("ALD") durante parte del trimestre para incrementar, sustancialmente, nuestra inversión en la compañía francesa de renting de vehículos. Este trimestre ha coincidido con la publicación de unos resultados extraordinariamente positivos por parte de la compañía, además de haber ejecutado la ya anunciada ampliación de capital para formalizar la adquisición de su gran rival: **LeasePlan**. Seguimos pensando que el mercado no está valorando como se merece a una compañía que debiera generar retornos normalizados sobre fondos propios tangibles cercanos al 20%, gracias a sus importantes ventajas de escala dentro de su competido sector.

Por último, destaca la reinversión en la compañía de concesionarios de vehículos **Pendragon**. Vendimos el pasado trimestre nuestra posición, tras la OPA lanzada por el grupo sueco Anders Hedin (liderado por el antiguo consejero delegado de **Pendragon**) que ya ostentaba el 27% del accionariado. Sin embargo, a primeros de diciembre anunciaron que retiraban la OPA por la incertidumbre del momento, lo que desencadenó una importante corrección bursátil de **Pendragon**. Pensamos que es posible que, en realidad, el motivo pueda ser más el tensionamiento de las condiciones de financiación de la operación, por lo que no descartamos un nuevo intento futuro. Todo esto, unido al atractivo precio actual al que cotiza la compañía, nos ha animado a reiniciar nuestra inversión.

## HOROS VALUE IBERIA

### Reducciones/salidas:

#### OTROS

Posiciones comentadas: Semapa (7,0%) y Catalana Occidente (6,9%)

Tanto **Semapa** como **Catalana Occidente** se mantienen como principales inversiones de nuestro fondo ibérico. Sin embargo, hemos aprovechado el trimestre para rebalancear algunas posiciones, en función de su potencial relativo.

### Incrementos/entradas:

#### OTROS

Posiciones comentadas: Talgo (4,6%), Atalaya Mining (3,2%) y Sonaecom (2,6%)

Las dos compañías en las que más hemos incrementado nuestra inversión este trimestre serían **Talgo** y **Atalaya Mining**. En el caso de **Talgo** (compañía especializada en el diseño, fabricación, desarrollo tecnológico y mantenimiento de material rodante), la debilidad de sus resultados a lo largo de 2022 ha supuesto un importante lastre para su cotización. Sin embargo, pensamos que a los precios actuales solo el negocio de mantenimiento cubriría la valoración, con lo que el margen de seguridad resulta muy elevado. Por su parte, **Atalaya Mining** ha sufrido también un importante castigo, inducido por la caída del precio del cobre, derivado, a su vez, por los temores sobre la situación económica china. No obstante, la previsible mejoría del país asiático este 2023 y, en especial, las favorables dinámicas de oferta y demanda para el metal a medio y largo plazo, hacen que la compañía cotice a una valoración muy atractiva, lo que nos ha animado a incrementar nuestra inversión.

Por su parte, el peso de **Sonaecom** se ha elevado en el periodo tras la OPA recibida el pasado 21 de diciembre por el holding portugués **Sonae**, del que también somos accionistas, y que ya controlaba el 89,97% de esta filial. El precio ofertado es de 2,5 euros por acción, pagadero en efectivo, lo que supone una prima aproximada del 25% sobre su cotización del día anterior y más de un 30% sobre el promedio de jornadas anteriores. Como hemos destacado en otras ocasiones, los procesos de OPA suelen ser buenas noticias para los accionistas de la empresa objetivo, ya que ayudan a materializar la rentabilidad potencial de la inversión más rápidamente y permite reinvertir ese dinero en otras alternativas más atractivas. Sin embargo, este no es el caso. El precio ofertado por **Sonae** es claramente inferior a un valor objetivo razonable para **Sonaecom** que, en nuestro caso, estimamos un 55%

aproximado por encima de esos 2,50 euros por acción. Por este motivo, estamos valorando qué acciones podemos tomar para intentar conseguir un precio más justo para los intereses de los accionistas minoritarios que, claramente, se están viendo perjudicados.

### A destacar:

#### OTROS

Posiciones comentadas: Iberpapel (4,8%), Ibersol (3,4%) y Applus (3,3%)

Al margen de estos movimientos de la cartera, me gustaría destacar algunos hitos importantes de varias compañías en las que estamos invertidos. En concreto, quisiera dedicar unas líneas a **Iberpapel**, **Ibersol** y **Applus**, aunque podríamos extenderlo a muchas otras de nuestras inversiones, destacando el trabajo que sus equipos directivos está realizando para generar valor para sus accionistas.

Por un lado, el grupo papelero **Iberpapel** anunció recientemente que iniciaría un programa de recompra de acciones de hasta el 5% del capital de la empresa, algo que aplaudimos en una compañía históricamente muy reticente a realizar este tipo de operaciones por su reducido capital flotante (acciones intercambiables en el mercado). Adicionalmente, **Iberpapel** ha concedido una opción de venta de sus terrenos forestales de Uruguay por alrededor de 50 millones de euros, lo que, de ejecutarse, contribuiría a financiar la parte pendiente del Proyecto Hernani.

Por su parte, **Ibersol** (compañía portuguesa de restauración multimarca que opera restaurantes y franquicias en Portugal, España y Angola) anunció a mediados de 2022 la venta de sus restaurantes de **Burker King** a **Restaurant Brands Iberia** por alrededor de 260 millones de euros. La transacción contribuyó a destapar valor para los accionistas, al quedar el resto de **Ibersol** valorado en unas 2x EBITDA, algo carente de sentido para un negocio como este. La gran pregunta es, por supuesto, qué van a hacer los directivos con tanto efectivo: ¿reinvertirán en sus franquicias actuales? ¿Realizarán algún movimiento corporativo? ¿Repartirán un dividendo extraordinario o quizás recomprarán acciones propias? Por ahora, aunque muy tímidamente, han realizado alguna recompra de acciones este pasado mes de diciembre.

Por último, **Applus** (compañía de inspección, ensayos y certificación) es otro ejemplo de empresa que está aprovechando su actual valoración para generar valor a sus accionistas mediante la recompra de acciones propias, como demuestra



el plan de recomprar el 5% del capital aprobado el pasado mes de noviembre, una vez se completó el anterior programa de recompra.

En definitiva, nuestras compañías cotizadas en el mercado ibérico, además de estar valoradas a niveles muy atractivos, cuentan, como demuestran estos tres ejemplos, con equipos directivos de primer nivel que velan por generar valor para sus accionistas.

## Actualidad

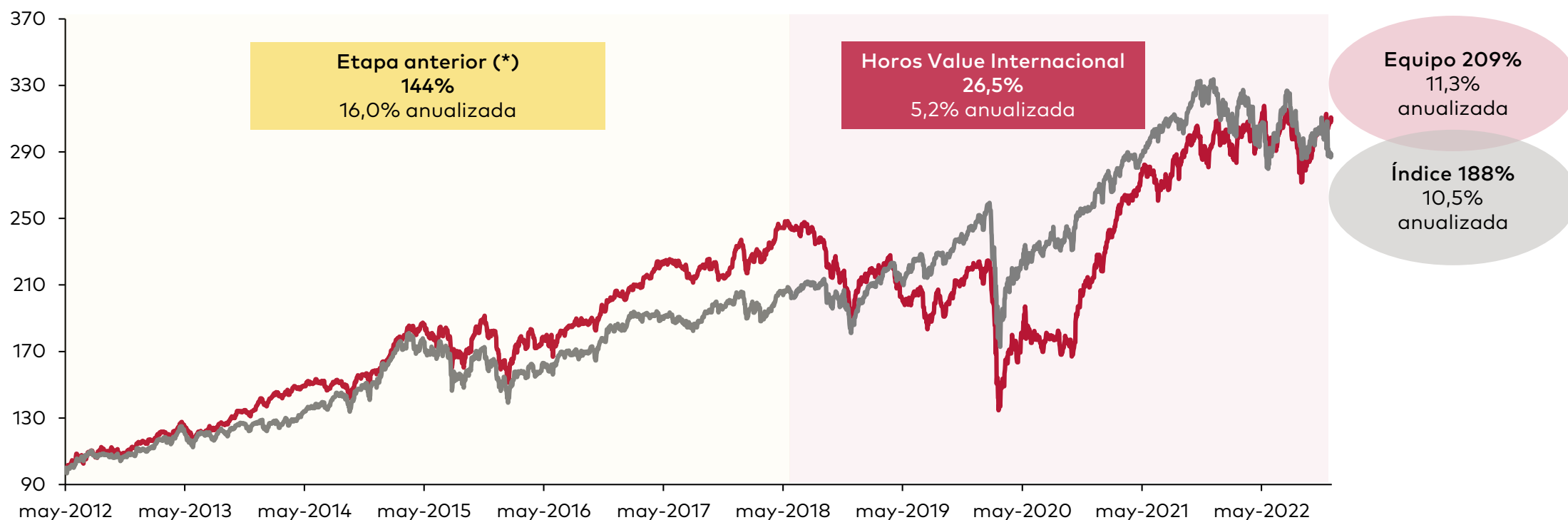
En cuanto a la actualidad de Horos, me gustaría destacar las entrevistas que Miguel y yo tuvimos el placer de tener en el podcast "**Hablemos de inversiones**", presentado por Carlos Santiso (Icaria Capital) y "Krevix" (ver [aquí](#)), así como las realizadas por Alejandro en el canal de YouTube de nuestros amigos de **Momentum Financial** (ver [aquí](#)) y por mí en el canal de **MyInvestor España** (ver [aquí](#)).

Por otro lado, me complace comunicar que, desde este mes de enero, es posible contratar los fondos de Horos en Caixabank Wealth (la unidad de asesoramiento independiente de Caixabank). Por su puesto, les recuerdo que pueden invertir directamente con nosotros y que estamos presentes en las principales plataformas de contratación de fondos de inversión.

Por último, me gustaría dar la bienvenida, en nombre de toda la familia de Horos, a Mayra Galarza, recientemente incorporada a nuestro departamento de administración.

# Rentabilidades

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



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

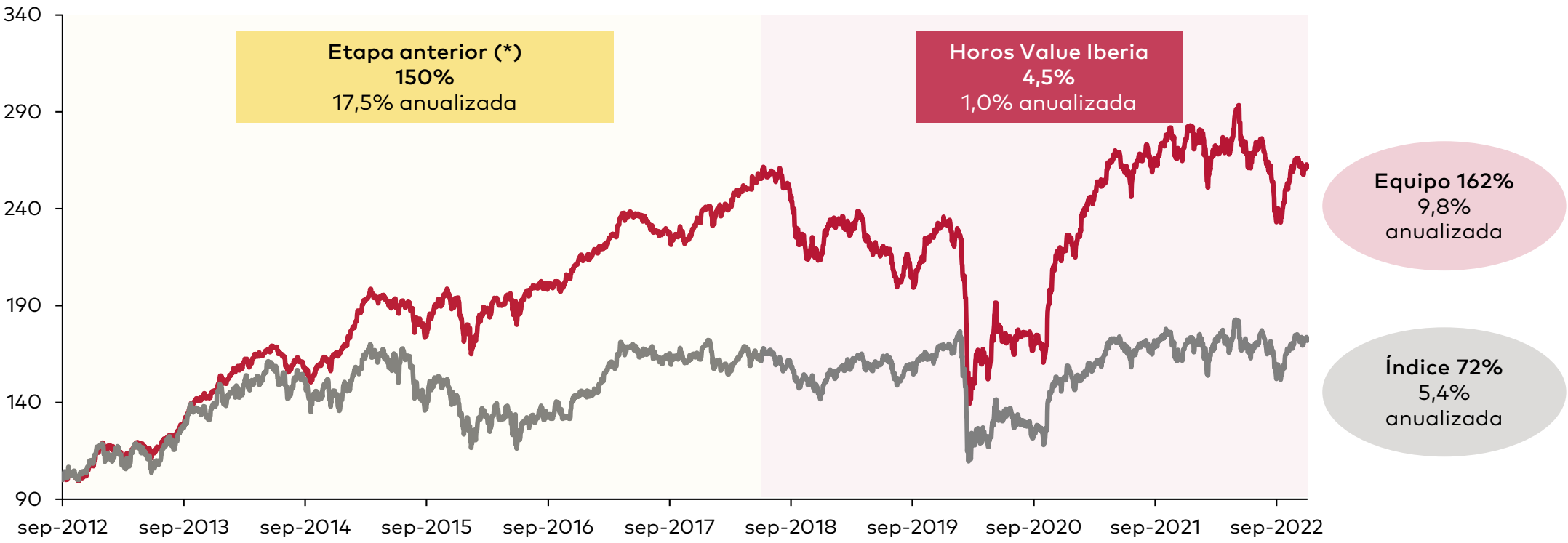
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de mayo de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

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

[www.horosam.com](http://www.horosam.com)

# Rentabilidades

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



Los datos engloban el periodo 30 de septiembre de 2012 a 31 de diciembre de 2022.

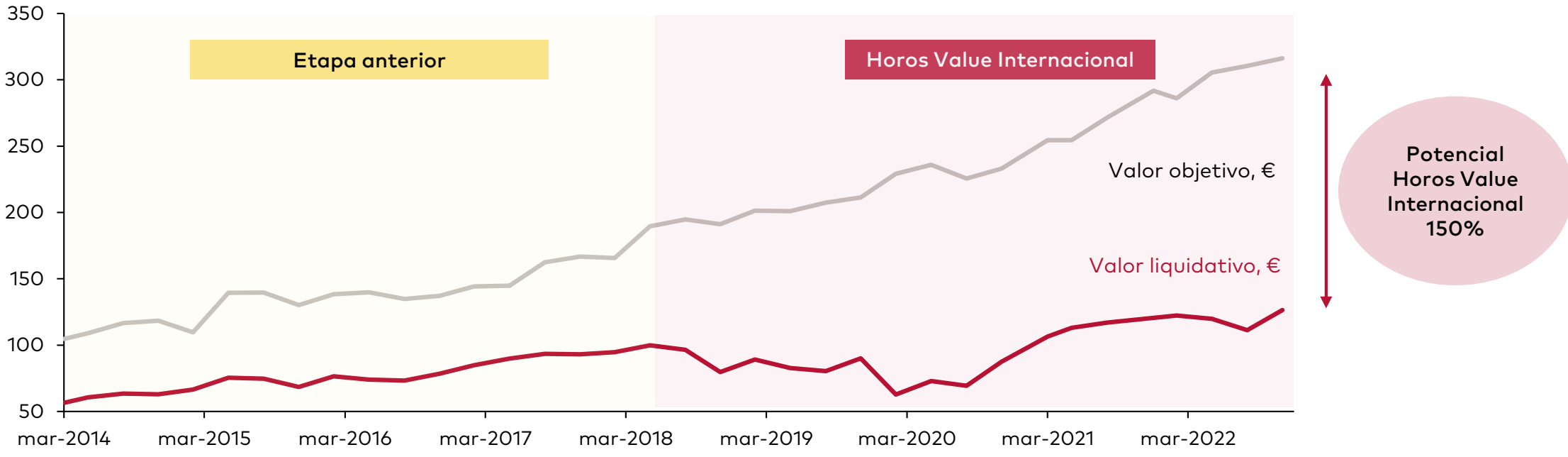
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de septiembre de 2012, hasta el 22 de mayo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

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

[www.horosam.com](http://www.horosam.com)

# Valor objetivo

## Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



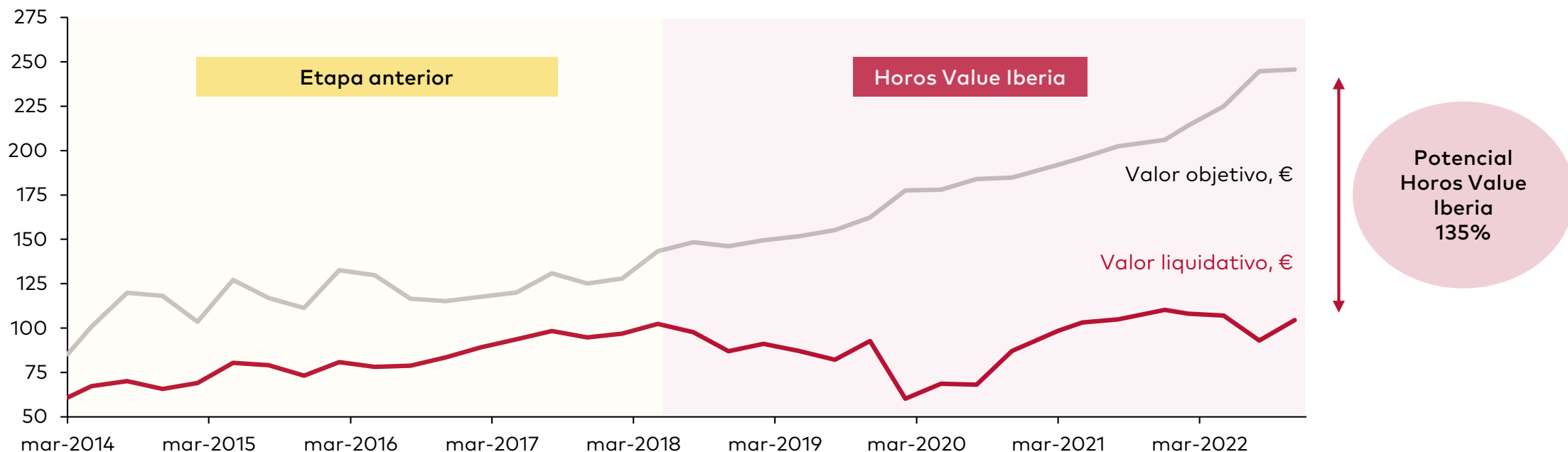
Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 31 de diciembre de 2022.

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

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

# Valor objetivo

## Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



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

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

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

**Top 10 posiciones**  
Horos Value Internacional

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Naspers	6,3%	TMT
ALD	4,6%	Financiero
Aercap Holdings	4,0%	Financiero
Catalana Occidente	3,9%	Financiero
Fairfax India	3,8%	Financiero
Semapa	3,3%	Financiero
Mistras Group	3,3%	Industrial
Gestamp Automocion	3,0%	Industrial
CIR	2,9%	Financiero
Talgo	2,9%	Ingeniería

**Top 10 posiciones**  
Horos Value Iberia

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Semapa	7,1%	Financiero
Catalana Occidente	7,0%	Financiero
Horos Value Internacional	6,3%	Financiero
Gestamp	5,7%	Industrial
Merlin Properties	5,4%	Inmobiliario y construcción
Iberpapel	4,9%	Industrial
Aperam	4,7%	Materias primas
Talgo	4,6%	Ingeniería
Elecnor	4,5%	Ingeniería
Global Dominion	3,6%	TMT