

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

ABRIL 2019

ABRIL 2019

Estimado co-inversor,

Terminamos un trimestre de recuperación importante en los mercados, tras la fuerte corrección de finales de 2018. En este (casi) año de vida que tiene Horos, nuestros partícipes, pese a la elevada volatilidad de los mercados, han seguido confiando en nuestro trabajo, incrementándose su número mes tras mes. Nuestro agradecimiento a los más de 2.100 partícipes que hacen posible este proyecto.

Tras una serie de cartas trimestrales que podríamos definir como "generalistas", este trimestre nos gustaría hablar en detalle de una de nuestras principales inversiones: AerCap Holdings. Tuvimos el placer de presentar esta idea de inversión, recientemente, en el evento para inversores Value Spain y nos parece un ejercicio interesante plasmar las ideas generales en esta carta, para que pueda entender, aún mejor, nuestro trabajo de análisis.

Como siempre, agradecerle su confianza y recordarle que puede contactarnos para lo que necesite. Estaremos encantados de ayudarle.

Reciba un cordial saludo,

|———|

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones
Horos Asset Management

La revancha de los irlandeses

Las olas se crean en aguas tranquilas

— Proverbio irlandés

La historia de AerCap es la historia de la industria del leasing de aviones. Por eso, merece la pena hacer un breve repaso de los principales hitos que han acontecido los últimos cincuenta años en este sector. El leasing de aviones fue "inventado" en la década de los 70 por International Lease Finance Corporation (ILFC) en Estados Unidos y por Guinness Peat Aviation (GPA) en Irlanda. Ambas compañías consiguieron un liderazgo muy destacado en la industria y lo mantuvieron durante décadas. Sin embargo, bajo la dirección de su Consejero Delegado Tony Ryan, GPA siguió una política de crecimiento desmedido, sin importar los riesgos financieros y de gestión asumidos para lograrlo, con tal de convertirse en la mayor compañía de leasing del mundo. Mientras que ILFC se centró en clientes de mayor tamaño, con gran capacidad de solvencia, GPA aceptaba clientes de todo el mundo, incluyendo aerolíneas de África o Sudamérica. Durante un tiempo todo pareció ir sobre ruedas. Sin embargo, **en el sector financiero, cuando asumes riesgos de financiación y de inversión acabas pagando las consecuencias. GPA no fue una excepción a esta regla.**

En los años 90, tras el sonado fracaso de su salida a bolsa y a la par que la economía global entraba en un periodo recesivo, GPA colapsó como negocio. Muchos de sus clientes dejaron de pagar por el alquiler de sus aviones y los bancos dejaron de financiar a la compañía. Sin acceso al crédito, GPA empezó a cancelar los pedidos de nuevos aviones y la bola se fue haciendo más y más grande. Finalmente, la compañía hizo una reestructuración del negocio y se vio obligada a vender parte de su flota a GECAS, la división de leasing de aviones de General Electric, convirtiéndose así en un negocio mucho más pequeño. Tras varios cambios de nombre y accionariado, lo que quedó de GPA fue comprado en 2005 por la gestora de *private equity* Cerberus y, con eso, constituyó AerCap.

¿Y qué sucedió con ILFC esos años? A la par que GPA sufría las consecuencias de su terrible gestión en los 90, ILFC se consolidó como el líder indiscutible de la industria y fue comprado por el gigante asegurador AIG. Sin embargo, al igual que su matriz, ILFC asumió importantes riesgos financieros durante la época de burbuja crediticia de los 2000. AIG sería rescatada por el gobierno de Estados Unidos en el año 2008 e ILFC, años después, por la propia AIG. Finalmente, tras años tratando de sacar ILFC a bolsa para conseguir liquidez y tras una venta infructuosa a un grupo chino,

en 2014 ILFC sería adquirido, en un golpe del destino, por AerCap. Con lo que, al final, los irlandeses "ganaron" la partida y, lo que es más sorprendente, **AerCap se constituyó con la unión de los dos inventores del negocio de leasing de aviones.**

Entendiendo el negocio

Necesitas una gran plataforma. Este no es un negocio de aparecer simplemente con dinero. Necesitas poder mover los activos alrededor del mundo

— Aengus Kelly, Consejero Delegado de AerCap

El negocio de AerCap es relativamente sencillo de entender, lo que no quiere decir que sea sencillo de ejecutar, como hemos aprendido en el anterior repaso de la historia de esta industria. Sin profundizar demasiado, AerCap pide prestado dinero en los Mercados de Capitales, así como a instituciones financieras, y utiliza ese dinero para comprar aviones a los principales fabricantes (Boeing, Airbus o Embraer) o, en ocasiones, a las propias aerolíneas mediante operaciones de *sale-and-leaseback* ("vender y realquilar"). A continuación, AerCap alquila los aviones a las aerolíneas, habitualmente por periodos de diez a doce años y, posteriormente, trata de realquilar los aviones (tienen una vida útil de 25 años) o venderlos en el mercado de segundo mano.

Las aerolíneas, obviamente, encuentran el leasing muy atractivo, al dotarlas de mayor flexibilidad a la hora de gestionar su flota y reducir enormemente su riesgo de balance (riesgo del valor futuro del avión, por ejemplo). De ahí que **la cuota de mercado de las compañías de leasing de aviones no deje de crecer**, hasta concentrarse alrededor del 40% de la flota de aviones global en manos de estos jugadores.

Estas buenas perspectivas de la industria han hecho que el mercado no haya dejado de ganar nuevos jugadores, fragmentándose enormemente los últimos años. De las más de 150 compañías que hay en el sector, únicamente nueve cuentan con una flota de aviones con un valor superior a los diez mil millones de dólares. **AerCap sería en términos de valor de flota la mayor empresa**, a gran distancia de otros grandes jugadores como GECAS o Avolon, con un valor estimado superior a los treinta y cinco mil millones de dólares¹.

¹ Airfinance Journal (2018)

La flota de AerCap está compuesta por más de 1.400 aviones, si incluimos los pedidos que tiene en cartera para los próximos años. En esta industria es muy importante gestionar activamente la flota, manteniendo aviones que sean muy demandados por las aerolíneas. Por este motivo, **AerCap concentra sus pedidos en los aviones de nueva tecnología más eficientes en términos de combustible.** En concreto, el grueso de los pedidos se concentra en el A320neo de Airbus y en el 737 MAX de Boeing. Este último modelo está, lamentablemente, en boca de todos a raíz de los dos accidentes fatales que ha sufrido en Etiopía (Ethiopian Airlines) e Indonesia (Lion Air). A raíz de estos sucesos, el avión ha dejado de ser aceptado por las autoridades aeroportuarias hasta que Boeing demuestre su seguridad. Aún es pronto para saber el impacto que tendrá este hecho en la industria y, en particular, en AerCap. No obstante, es importante saber que AerCap tiene prácticamente firmados alquileres para el 100% de los pedidos de aviones que ha realizado hasta 2020 y, desde el momento en el que el alquiler se firma, la aerolínea tiene que hacer frente a ese pago, independientemente de si el avión vuela o no vuela. Por otro lado, el potencial aspecto positivo del retraso en las entregas de aviones sería la liberación de recursos financieros para AerCap, al no tener que hacer frente todavía a los pagos pendientes por esos pedidos, por lo que podría destinar el dinero para incrementar su, ya generosa, compra de acciones.

Adicionalmente, **el grueso de los pedidos de AerCap son aviones de fuselaje estrecho, al ser más líquidos** (mayor facilidad para su compra y venta) **que los de fuselaje ancho.** Esto es así porque a la hora de re-alquilar el avión a otra aerolínea, los aviones de fuselaje ancho necesitan de una reconfiguración del avión más importante, que suele dilatarse hasta los seis meses, frente a los dos meses aproximados del avión de fuselaje estrecho. Además, los aviones de fuselaje estrecho dotan a las aerolíneas de mayor flexibilidad de rutas, de ahí que sus flotas cuenten, en su conjunto, con mayor número de aviones de este tipo.

Por último, es importante destacar que la vida media ponderada de los leasings firmados por AerCap es de siete años y medio, una de las más altas de la industria, lo que otorga a AerCap una **gran visibilidad futura de resultados.**

Lo que nos gusta

Estamos reinvertiendo los ingresos de la venta de aviones con prima sobre su valor contable, para hacer una recompra significativa de nuestras acciones con descuento

— Aengus Kelly, Consejero Delegado de AerCap

Una vez hemos explicado cómo funciona, en términos generales, el negocio de AerCap, vamos a repasar los cuatro aspectos que más nos agradan de esta inversión. En concreto, nos atrae el crecimiento estructural del tráfico aéreo, la plataforma global de la compañía, las economías de escala del negocio y, por último, pero no menos importante, la excelente gestión de capital realizada por su equipo directivo.

1. Crecimiento estructural del tráfico aéreo

El tráfico aéreo global no ha dejado de crecer las últimas décadas, doblándose cada quince años, aproximadamente. El que este crecimiento se haya producido pese a que hemos sufrido varias crisis, guerras, atentados o epidemias, demuestra su resiliencia. De hecho, **se espera que el crecimiento continúe a tasas del 3,5% anual para los próximos veinte años**². ¿Qué factores contribuirán a este crecimiento futuro? Por un lado, la propensión a viajar³ sigue siendo varias veces inferior en países como China (0,4) o India (0,1), si se comprara con la de países como Estados Unidos (2,6) o la Eurozona (1,5). Por tanto, deberíamos esperar cierta convergencia con el paso del tiempo, según China e India prosigan con su desarrollo económico y siga incrementándose su clase media.

Por otro lado, las aerolíneas han conseguido mejorar la productividad de sus aviones hasta cotas históricamente altas los últimos años, incrementando enormemente el número de asientos y de horas de vuelo de cada avión. Desde estos niveles, se antoja difícil que la productividad siga aumentando, por lo que, a futuro, deberíamos esperar una **mayor correlación entre el crecimiento del tráfico aéreo y la demanda de aviones por parte de las aerolíneas**.

2. Una plataforma global sin igual

AerCap cuenta con la mayor plataforma de la industria, formada por unos doscientos clientes y con presencia en ochenta países, aproximadamente. El gran tamaño de la plataforma otorga a AerCap una **ventaja de información** prácticamente inigualable para el sector. Sirva de dato que AerCap firma un leasing cada día y vende o compra un avión cada dos días. Se podría decir que AerCap conoce todas las transacciones que tienen lugar en la industria.

² IATA (2018)

³ Pasajeros domésticos e internacionales de aerolíneas registradas en un país, dividido por su población. Fuente: Steven F. Udvar-Házy (2019)

Sin embargo, no sólo el tamaño de la plataforma otorga una ventaja de información a AerCap. Esta plataforma, perfectamente engrasada, permite a AerCap contar con una enorme **velocidad de ejecución** en sus transacciones, lo que se traduce en que la compañía es capaz de recuperar aviones de clientes en problemas, para poder luego recolocarlos a otros clientes, en plazos difícilmente igualables por el resto de los jugadores del sector.

3. Importantes economías de escala

Debido a su tamaño, AerCap es uno de los clientes más relevantes para los principales fabricantes de aviones. Por este motivo, Airbus o Boeing están encantados de otorgar importantes **descuentos a AerCap en los precios de compra de los aviones**. Sirva como prueba de esta relevancia el que AerCap sea la mayor compañía de leasing del A320neo de Airbus y de la familia 787 de Boeing.

Adicionalmente, **la escala permite a AerCap acceder al Mercado de Capitales para buscar financiación**, algo vital en esta industria. Hasta hace pocos años, las compañías de leasing dependían enormemente de la financiación bancaria para gestionar su negocio. Cuando el ciclo se daba la vuelta, los bancos dejaban de prestar dinero y muchos jugadores de la industria sufrían para conseguir refinar su deuda e, incluso, terminaban quebrando. Con este acceso al Mercado de Capitales, AerCap, al igual que otras compañías de gran tamaño, consigue una fuente alternativa más estable de financiación. Además, AerCap es de las pocas empresas del sector que ha logrado alcanzar un rating crediticio de *investment grade*, lo que otorga aún más flexibilidad a la compañía, al tratarse de un mercado mayor y más profundo que el de *high yield*.

4. La gestión de capital

Como hemos reiterado en un sinnúmero de ocasiones, el equipo directivo de una compañía puede marcar la diferencia para sus accionistas, generando o destruyendo valor (rentabilidad) para éstos. Pues bien, desde el inicio del mandato de Aengus Kelly como Consejero Delegado en 2011, **el valor contable por acción de AerCap ha crecido a una tasa anualizada del 22%, creando un extraordinario valor para sus accionistas**. Se trata, por tanto, de un equipo directivo que ha demostrado, con creces, su importancia para AerCap. Pensamos que tres factores explican esta enorme creación de valor: la adquisición de ILFC en 2014, los (agresivos) programas de recompras de acciones y la fuerte alineación de intereses entre el equipo directivo y los accionistas.

- **La adquisición de ILFC en 2014**

La compra de ILFC fue un movimiento transformacional para AerCap, situando a la compañía como uno de los jugadores más importantes de la industria, al multiplicar por cuatro el tamaño de su flota de aviones. Adicionalmente, la adquisición le dio acceso a la que, posiblemente, era la cartera de pedidos con aviones de nueva tecnología más demandada por las aerolíneas. Todo ello a unos precios de compra muy atractivos (0,5x BV y 0,85x EV/Valor Flota), propiciados por la urgencia de venta que tenía AIG, la dueña de ILFC. Sirva como dato para demostrar el atractivo del movimiento que, el día del anuncio de la adquisición, las acciones de AerCap se anotaron subidas del 50%.

- **Los (agresivos) programas de recompra de acciones**

En las ocasiones en las que las acciones de AerCap han cotizado con descuento sobre su valor contable, el equipo directivo ha realizado recompras de acciones de manera agresiva, generando enorme valor para sus accionistas. Así, de 2011 a 2013, recompraron casi el 25% de las acciones de la compañía y desde 2015, llevan recompradas más de un 35% adicional. No sólo eso, lo más interesante de esta recompra es que la están financiando con la venta de aviones de mediana edad, muy demandados por el mercado, con prima sobre su valor contable. Es decir, **AerCap está vendiendo aviones con prima para recomprar aviones con descuento.** Se trata, como puede imaginar, de un movimiento que nos encanta como accionistas de la compañía.

- **El *skin in the game* del equipo directivo**

Por último, nos parece esencial, especialmente en el sector financiero, contar con un equipo directivo que se juegue su pellejo (recomendamos leer nuestra [carta anual](#) en la que hablamos en detalle de ello). Tanto a nivel de incentivos, como a nivel de inversión en acciones de la compañía, podemos decir que el equipo de AerCap cumple con este importante requisito. Sirva de dato que Aengus Kelly, Consejero Delegado de la compañía, es dueño de cerca del 2,5% de las acciones (equivalente a 150 millones de dólares), por lo que está muy interesado en hacer un buen trabajo de gestión de capital que se refleje en la evolución de las acciones.

Lo que el mercado teme (y nosotros no)

El riesgo de cualquier conjunto de inversores es que sólo prestan atención a aquello en lo que están de acuerdo

— Michael Mauboussin

A la hora de invertir en una compañía es tanto o más importante acotar los riesgos que el mercado teme, analizar si son riesgos asumibles (posibles escenarios, probabilidad de que se produzcan...) y si el valor bursátil de la compañía recoge esos riesgos. En el caso de AerCap, hemos detectado cinco potenciales riesgos descontados por el mercado:

1. Riesgo de demanda:

Posiblemente, el entorno actual de guerras comerciales, dólar fuerte o petróleo volátil no sea el más idóneo para ser una aerolínea y, probablemente, esto explique, en gran parte, el número de quiebras de aerolíneas en 2018. Sin embargo, no podemos perder la perspectiva sobre la realidad de este negocio: cada año quiebran decenas de aerolíneas. No es un fenómeno nuevo. Si no conoce la industria, quizás le sorprenda saber que un tercio de estas quiebras se producen en Europa, no precisamente una región emergente. Sin entrar en grandes detalles, la enorme fragmentación de la industria en Europa y la presencia de jugadores consolidados de bajo coste, crean un entorno competitivo muy complicado y nada sostenible.

Si siempre se producen quiebras de aerolíneas, ¿cómo se protege una compañía que alquila aviones, como AerCap, de este riesgo? Por un lado, ya hemos comentado la plataforma global de AerCap, que le permite diversificar, enormemente, el riesgo entre doscientos clientes y ser muy ágil recolocando aviones. Por otro lado, AerCap sigue una política de gestión de riesgos muy estricta, exigiendo reservas de mantenimiento y depósitos a aquellos clientes con un peor perfil crediticio. Por último, esta industria cuenta con una regulación que favorece la recuperación de aviones en caso de que una aerolínea quiebre. Con todo ello, y pese a todas las quiebras del sector, AerCap ha mantenido a lo largo de los años tasas de utilización de su flota cercanas al 100%.

2. Riesgo de oferta:

Otro de los temores recurrentes del mercado, sería la posibilidad de que los principales fabricantes de aviones produzcan más aviones de los que el sector pueda absorber. Sin embargo, pensamos que la realidad es muy diferente a lo que uno pueda tener en su cabeza. Las entregas de aviones han crecido, históricamente, a tasas muy estables, lejos de la ciclicidad que se le podía presuponer. Si lo pensamos, tiene todo el sentido el mundo. A fin de cuentas, estamos hablando de un **duopolio**, formado por Boeing y Airbus, que opera con una política de fabricación bajo pedido (*no white tail*). Por otro lado, es muy importante destacar que el 45% de los aviones que se van a entregar los próximos veinte años, servirán para reemplazar a aviones que van a desaparecer al llegar su vida a término. Por tanto, no vemos grandes riesgos por este lado y, si acaso, los estamos encontrando en la otra dirección, con retrasos recurrentes en la entrega por problemas con algunos motores y, adicionalmente, por el caso comentado del 737 MAX de Boeing.

3. Riesgo de competencia:

Posiblemente uno de los más relevantes. El gran atractivo del sector ha hecho que el mercado se vaya fragmentando, más y más, con el paso del tiempo. Ante la imposibilidad de hacer pedidos a los principales fabricantes de aviones (hay colas de casi diez años para algunos modelos), estos nuevos jugadores se han concentrado, especialmente, en el mercado de "vender y realquilar" (*sale-and-leaseback*) y el de compra de aviones de segunda mano. Para que se haga una idea de lo atestado que se encuentra este mercado, se han reportado situaciones en las que ochenta compañías de leasing, repito, ochenta compañías de leasing, pujaban por hacerse con un mismo avión. Una auténtica locura que ha reducido enormemente la rentabilidad de este tipo de operaciones.

Otra fuente importante de competencia proviene de turistas del sector. No estamos hablando de los turistas que tiene en mente, sino de inversores institucionales que, ante la falta de alternativas "seguras" de rentabilidad, han decidido probar suerte en el negocio de alquiler de aviones. Aunque las perspectivas de corto plazo puedan ser buenas, estos jugadores carecen de una plataforma global de garantías y de la experiencia para gestionar una flota de aviones, por lo que muchos de ellos sufrirán a futuro cuando el mercado se tense.

AerCap no está participando en este sinsentido y sigue concentrada en su cartera de pedidos de aviones de nueva generación. Además, como hemos comentado, está aprovechándose de la situación para vender a estos sedientos jugadores aviones de mediana edad, a precios superiores a su valor contable, para recomprar aviones con descuento.

4. Riesgo de valor residual:

Un factor importante para tener en cuenta es el riesgo de pérdida de valor de un avión, por factores no anticipados que generen una caída en su demanda. Por este motivo, es importante hacer una gestión activa de la flota, como hace AerCap, orientándola hacia los aviones más atractivos para las aerolíneas. Como ya hemos comentado, AerCap está comprando los aviones de **nueva tecnología** más eficientes y, además, en su mayoría, de **fuselaje estrecho**.

Por otro lado, y esto es más importante de lo que pueda parecer, AerCap sigue una **política contable de depreciación de aviones muy conservadora**, con lo que se reducen las posibilidades de llevarnos "sorpresas" desagradables en la valoración que AerCap realiza de sus aviones.

5. Riesgo financiero:

Junto con la competencia es, posiblemente, el otro gran riesgo para este negocio. ¿Qué sucede si el mercado de crédito se colapsa y los tipos de interés comienzan a subir de manera importante? Como sucedía con otros riesgos, anteriormente comentados, la realidad puede ser muy diferente de lo que pensamos. Lo primero que tenemos que tener claro es que las aerolíneas nunca habían gozado de tan buena salud financiera. Lo segundo es que las compañías de leasing de aviones nunca se habían gestionado con mayor prudencia que hoy (al menos, a nivel de grandes jugadores del sector).

Pero, centrándonos en AerCap, ¿cómo se protege de este potencial riesgo? Para empezar, al contrario que los bancos, AerCap no opera su balance con descalce de plazos, es decir, no se financia a corto plazo para invertir a largo plazo. Esta operativa permite a los bancos reducir su coste de financiación, aumentando la rentabilidad obtenida, pero asumiendo enormes riesgos, ya que la financiación puede desaparecer en cualquier momento. En el caso de AerCap, los flujos de la deuda y de los alquileres vencen en momentos similares, con lo que este riesgo, prácticamente, desaparece. Por otro lado, AerCap mantiene un noventa por ciento

de su coste financiero a tipo fijo y la parte variable la casa con leasings variables, con lo que una subida de tipos no le impactaría tan directamente. De hecho, en entornos de tipos altos las aerolíneas encuentran menos atractivo comprar aviones, lo que beneficia a las compañías de leasing.

Por tanto, aunque todos estos riesgos son relevantes para el negocio de AerCap, pensamos que son perfectamente manejables y, desde luego, no justifican la valoración tan atractiva a la que cotiza la compañía en estos momentos.

Una valoración a prueba de bombas

Dhandho. Cara gano; cruz, no pierdo mucho

— Mohnish Pabrai

Ahora que conocemos las bondades de AerCap, así como los potenciales riesgos, queda por ver por qué el precio es suficientemente atractivo para invertir en la compañía y, para ello, hemos realizado tres escenarios de valoración:

1. **Escenario positivo:** la compañía continúa recomprando acciones, manteniendo un endeudamiento de 3,0x (Deuda sobre Fondos Propios), en línea con el rango alto de apalancamiento dado como guía por la compañía. Además, asumimos que AerCap debería valorarse a 1,2 veces su valor contable. Con todo ello, la compañía debería revalorizarse cerca de un **140%** en tres años.
2. **Escenario base:** es el escenario que asumimos como más probable. En este caso, la compañía continúa recomprando acciones, pero con un endeudamiento de 2,7x, en línea con el rango bajo de apalancamiento dado como guía por la compañía. En cuanto al múltiplo al que debería cotizar en bolsa, le otorgamos uno de 1,1 veces su valor contable. Con estas asunciones, la compañía debería revalorizarse un **100%** en tres años.
3. **Escenario negativo:** igual que el base, pero otorgando un múltiplo de salida a la compañía de 0,8 veces su valor contable (AerCap ha cotizado, históricamente, alrededor de las 1,1 veces). Una valoración muy conservadora que, sin embargo, sigue arrojando un potencial atractivo a tres años del **50%**.

En definitiva, nos encontramos ante una idea de inversión en la que vemos muy difícil perder dinero, en la que vamos de la mano de un brillante equipo directivo, que cuenta con algunas ventajas competitivas interesantes y con riesgo muy acotados. De ahí que sea una de las principales posiciones de nuestro fondo Horos Value Internacional.

Actualidad

En cuanto a la actualidad más destacable de Horos, este trimestre hemos continuado con nuestra labor de dar a conocer nuestro proyecto y filosofía de inversión. Por un lado, nuestros gestores Alejandro Martín y Miguel Rodríguez intervinieron en uno de los *morning meeting* organizados por Abante Asesores ([leer resumen](#)), donde explicaron nuestro proyecto y filosofía de inversión. Por otro lado, participaron en la Reunión con Inversores en La Coruña, un evento organizado por Ortega & Lodeiro.

Nos gustaría también destacar las siguientes colaboraciones con el periódico ABC ([leer entrevista](#)), Libertad Digital ([ver vídeo](#)) y el encuentro "¿Por qué invertir en value en 2019" para el periódico Expansión ([leer encuentro](#)).

Horos Value Iberia

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

La rentabilidad de Horos Value Iberia en el primer trimestre ha sido del 4,8%, frente al 9,1% de su índice de referencia. Desde su constitución el 21 de mayo hasta el 31 de marzo, la rentabilidad acumulada del fondo es del -8,9%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un -5,8%. Los resultados conseguidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta. Como muestra de la importancia de la inversión a largo plazo, la rentabilidad anualizada obtenida por un inversor que haya acompañado a este equipo gestor desde sus inicios sería del 13,53% frente al 7,31% de su índice de referencia (para más información, puede consultar el anexo en la parte final de este documento).

En este trimestre, los valores que más positivamente han contribuido son **Renta Corporación** y **Aperam**, dos compañías que habían sido muy penalizadas por el mercado en la parte final de 2018. Seguimos viendo un importante potencial de revalorización en ambas, por lo que las mantenemos entre las principales inversiones de nuestro fondo.

En el lado negativo, destacan **Elecnor** y **Greenalia**. No hay nada que comentar en el caso de Greenalia. Posiblemente su mejor comportamiento relativo en 2018 explique esta peor evolución en este comienzo de 2019. En el caso de Elecnor, la compañía se enfrenta a una potencial sanción por parte de la CNMC.

La cartera del fondo ha tenido dos entradas en el trimestre (Alantra Partners y Global Dominion) y una salida (Greenergy Renovables).

Alantra es una compañía financiera global, con presencia en más de veinte países, y dedicada, fundamentalmente, a los servicios de gestión de activos y banca de inversión. Al tratarse de un negocio financiero es muy importante ir de la mano de un equipo directivo que realice una buena gestión de capital. En el caso de Alantra, su sistema de incentivos y su accionariado garantizan que esto sea así, como se ha demostrado con la creación de valor lograda para sus accionistas. Conocemos la compañía desde hace años (este equipo gestor invirtió en ella en 2013 y desinvirtió

en 2018) y, tras un periodo en el que la valoración nos parecía exigente, la buena evolución del negocio, unida a la corrección del 30% vivida por la cotización desde máximos, ha vuelto a arrojar, a nuestro entender, una interesante oportunidad de inversión.

Global Dominion es una empresa familiar proveedora global de servicios y soluciones tecnológicas, así como de ingeniería especializada. Al tratarse de un negocio con márgenes reducidos es esencial que el equipo directivo tenga siempre el foco en la eficiencia del negocio, algo que en Dominion se cumple con creces. Además, el histórico de creación de valor mediante adquisiciones a precios atractivos y una estrategia de crecimiento ordenada, demuestra el buen hacer de este equipo gestor. Al igual que sucede con Alantra, Dominion es una compañía que conocemos desde hace tiempo y que, tras una evolución algo errática de su acción en bolsa, vuelve a darnos una atractiva ventana de inversión.

En cuanto a las salidas, hemos liquidado nuestra inversión en **Greenergy Renovables** tras su excelente evolución bursátil en el período y su menor potencial relativo frente otras alternativas de la cartera.

A cierre de trimestre, **el potencial teórico del fondo para los próximos tres años se sitúa en torno al 64%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada del 18,0%. Para el cálculo de este potencial, realizamos un estudio individual de cada valor que compone la cartera. Estas rentabilidades teóricas no son una garantía de que el fondo vaya a tener un buen comportamiento en los próximos tres años, pero sí dan una idea de lo atractivo que es el momento actual para invertir en Horos Value Iberia.

Estructura de la cartera

A cierre de diciembre, la cartera de Horos Value Iberia está formada por 26 valores y concentrada en dos temáticas relevantes. Por un lado, más del **70%** de la parte invertida de la cartera está compuesto por compañías que conocemos desde hace años, gestionadas por **familias con importante presencia en el accionariado** (lo que garantiza una alineación de intereses con sus accionistas).

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

Horos Value Iberia invierte también en **Horos Value Internacional (4,7%)**. De esta manera, se incrementa el potencial del fondo ibérico, aumentando la calidad de la cartera y generando un mayor valor para nuestros partícipes en el largo plazo. Por supuesto, NO se cobrará ninguna comisión por ese porcentaje invertido en los fondos de la casa.

Por último, la **liquidez** del fondo a cierre de trimestre se sitúa por debajo del **3%**.

Principales posiciones

Meliá Hoteles (7,1%, familiar): grupo hotelero con presencia en más de 40 países, del que la familia Escarrer controla el 52% y es accionista desde hace más de 60 años. La compañía es la cadena de hoteles líder en América Latina y Caribe, siendo el mayor jugador global en resorts y "bleisure" (combinación de negocios y ocio). Meliá tiene el objetivo de ir migrando a un modelo de bajo capital empleado, en el que centrarse en la gestión de los hoteles sin ser propietarios del mismo. En la actualidad, la gestión hotelera supone cerca del 30% del EBITDA y esperan alcanzar un 50% en siete años. Lo interesante de esta inversión radica en la valoración de sus activos hoteleros, muy superior a su capitalización bursátil actual, lo que nos permite llevarnos "gratis" la gestión hotelera y lo que pueda aportar este negocio a futuro a la compañía.

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

Ercros (6,2%, olvidada): compañía olvidada por los analistas debido a la complicada situación que vivió hace unos años. Es un grupo industrial dedicado a la producción de derivados del cloro (necesarios, por ejemplo, para la fabricación de PVC), química intermedia (formaldehídos, colas y resinas, etc.) y farmacia (principios activos y genéricos). Después de haber pasado casi diez años de

descenso continuado de la demanda de PVC, los cierres de capacidad del sector estos últimos años, unidos a la restricción adicional de oferta que se está produciendo, tras la prohibición por parte del regulador europeo de utilizar tecnología de mercurio en los procesos productivos del cloro, nos hace esperar, razonablemente, una buena evolución de esta industria para los próximos años.

Catalana Occidente (5,6%, familiar): compañía aseguradora con un excelente histórico de creación de valor para sus accionistas, gracias a las atractivas adquisiciones que recurrentemente realizan. Su equipo directivo realiza una gestión muy conservadora del negocio, operando con ratios combinados inferiores a los de la industria, así como del balance, al contar siempre con un importante exceso de reservas. Pensamos que los precios actuales a los que la compañía cotiza no reflejan la rentabilidad del negocio, ni su buena gestión de capital.

Sonae Capital (5,4%, familiar): es un vehículo inversor portugués gestionado por la familia Azevedo, que posee activos inmobiliarios y opera en los sectores turístico, energético e industrial. La compañía busca invertir en compañías portuguesas de nicho y que puedan tener un carácter exportador. Pensamos que la valoración por suma de partes de los distintos negocios es sustancialmente superior a su valor bursátil actual.

Horos Value Internacional

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

La rentabilidad de Horos Value Internacional en el trimestre ha sido del 11,8%, frente al 14,2% de su índice de referencia. Desde su constitución el 21 de mayo hasta el 31 de marzo, su rentabilidad ha sido del -10,9%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un 4,5%. Los resultados obtenidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta. Como muestra de la importancia de la inversión a largo plazo, la rentabilidad anualizada obtenida por un inversor que haya acompañado a este equipo gestor desde sus inicios sería del 12,06% frente al 11,86% de su índice de referencia (para más información, puede consultar el anexo en la parte final de este documento).

En este periodo, los valores que más han aportado a la cartera del fondo son **LSL Property Services, Teekay Corp.** y **AerCap Holdings**. En el caso de las dos últimas, su buena evolución en el periodo se puede explicar, precisamente, por la mala evolución de finales de 2018 (momento en el que aprovechamos para incrementar nuestra posición en ambas compañías). Más llamativo es el caso de LSL, la compañía de tasación de inmuebles y agencia inmobiliaria de Reino Unido ha mantenido una excelente evolución bursátil pese a la terrible situación que afronta la industria, como se desprende de la evolución del negocio de Countrywide y Foxtons, sus principales competidores cotizados. El contar con un equipo directivo conservador, alineado con los accionistas y enfocado en la generación de caja explica esta buena evolución.

En el lado negativo, destaca **BMW**. El fabricante alemán de automóviles está sufriendo, al igual que el resto de la industria, el impacto disruptor de los vehículos eléctrico y autónomo. A finales de marzo, BMW anunció una importante rebaja en sus previsiones de beneficio, debido al necesario incremento en el gasto tecnológico para la fabricación de estos vehículos, así como por los movimientos de divisas. Adicionalmente, las ventas en países como China están sufriendo una importante caída, tras años de crecimiento continuado, y la incertidumbre del *brexit* añade mayor presión al sector. Pese a todo, pensamos que la valoración actual recoge

estos desafíos y el posicionamiento de BMW debería defenderla mejor frente a ellos.

La cartera internacional ha tenido una entrada en el periodo (Borr Drilling) y una salida (Baikowski).

Borr Drilling es una compañía de servicios petrolíferos especializada en plataformas *jack-up*. Constituida en 2016, Borr Drilling ha ido adquiriendo plataformas modernas a precios muy atractivos, aprovechando la debilidad de la industria de estos últimos años y la necesidad de venta de algunos jugadores del sector. Al igual que sucede con EnSCO, la otra compañía de plataformas que tenemos en cartera, pensamos que la industria está entrando en un punto de inflexión en el que la inversión de las petroleras comenzará a normalizarse y las tasas de utilización de las plataformas iniciarán, como consecuencia, una importante recuperación. Destacar que se trata de una compañía con la que este equipo gestor consiguió en el pasado rentabilidades del 60% y en la que estamos invirtiendo a precios aún más atractivos que entonces.

En cuanto a las salidas, vendimos nuestra posición en **Baikowski**, inversión "heredada" al escindirse de PSB Industries, donde también somos accionistas.

A cierre de trimestre, **el potencial teórico de la estrategia internacional para los próximos tres años se sitúa en torno al 126%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada del 31,2%. Para el cálculo de este potencial, realizamos un estudio individual de cada valor que compone la cartera. Estas rentabilidades teóricas no son una garantía de que el fondo vaya a tener un buen comportamiento en los próximos tres años, pero sí dan una idea de lo atractivo que es el momento actual para invertir en Horos Value Internacional.

Estructura de la cartera

La cartera cuenta con 32 valores y con cuatro temáticas que aglutinan el grueso de la misma. La principal está compuesta por **compañías vinculadas a las materias primas (30%)**, especialmente uranio, acero inoxidable y petróleo. Otro bloque importante es el que engloba a **valores emergentes olvidados (21%)** o poco seguidos por la comunidad inversora, fundamentalmente de Asia. La inversión en **plataformas tecnológicas (11%)** con poderoso efecto de red que aún cotizan a precios muy atractivos para invertir y en compañías del **Reino Unido (13%)**, impactadas por el *brexit*, serían las otras dos temáticas importantes de inversión.

Por último, la **liquidez** de la cartera a cierre de trimestre se sitúa en el **9,1%**.

Principales posiciones

Keck Seng Investments (6,0%, emergente olvidada): es una compañía familiar hongkonesa fundada a comienzos de la década de los 40 por la familia Ho, dueña del 75% del vehículo, por lo que sus intereses están alineados con los de sus accionistas. El holding está especializado en la propiedad y gestión de hoteles en Estados Unidos, China, Japón, Vietnam y Canadá. Keck Seng cuenta, además, con una importante cartera residencial en Macao que esperamos se beneficie de la reciente apertura del puente que une Hong Kong con esta ciudad. La poca liquidez de la acción o el hecho de que los activos se valoren a coste de adquisición en el balance, han contribuido a generar una ineficiencia en el mercado a nuestro parecer injustificada.

AerCap Holdings (5,1%, otros): una de las compañías líderes del mundo en leasing de aviones. Se trata de un negocio con elevada recurrencia de ingresos y con buenas perspectivas futuras, dado el crecimiento esperado en la producción y demanda de aviones para los próximos años, derivado, fundamentalmente, de las necesidades de las economías desarrolladas y el crecimiento esperado de las emergentes. Pese a tratarse de un negocio con importante apalancamiento financiero, pensamos que la estabilidad de los flujos que genera el negocio, así como la correcta gestión de capital de los últimos años, adquiriendo ILFC a precios muy atractivos en 2014 o recomprando acciones con importante descuento, justifican invertir en una compañía que consigue ROEs históricos del 12% y cotiza hoy con un importante descuento sobre su valor en libros.

Uranium Participation Corporation (4,8%, materias primas): vehículo de inversión que compra y almacena uranio, para su posterior venta. Dadas nuestras positivas perspectivas para el precio del uranio y la limitada estructura de costes de este vehículo, hemos decidido concentrar nuestra inversión en este tipo de compañías (también somos accionistas de Yellow Cake, vehículo similar cotizado en Londres) y renunciar, a estos precios, a la exposición vía compañías mineras, donde tendríamos que asumir un mayor riesgo de pérdida en un escenario adverso, así como riesgos operativos vinculados a la gestión y desarrollo de proyectos y minas.

Asia Standard International (4,8%, emergente olvidada): se trata de un grupo inversor y promotor inmobiliario de Hong Kong que invierte en zonas *prime* de Hong Kong, 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. El grueso del accionariado está controlado por la familia Poon, por lo que, al igual que sucede en Keck Seng, el equipo directivo está totalmente alineado con sus accionistas. Una compleja estructura accionarial, así como una valoración contable de los activos a coste de adquisición muy alejada de la realidad, propician una infravaloración extraordinaria en este valor.

Teekay Corp. (4,7%, materias primas): es una compañía holding propietaria de compañías navieras que explotan buques metaneros (Teekay LNG), tanqueros (Teekay Tankers) y de servicios *offshore* (Teekay Offshore). Teekay Corporation es la propietaria del c. 32% de Teekay LNG, mayor compañía naviera de transporte de Gas Natural Licuado del mundo por tamaño de flota. Teekay Corporation, por la gestión de Teekay LNG, le cobra una comisión que es creciente en función de la distribución de efectivo que haga Teekay LNG. A día de hoy, la distribución de efectivo de Teekay LNG es baja (a pesar de que ha subido un 36% para 2019) por el objetivo de desapalancar la compañía, lo que oculta para el mercado el valor que supone el incremento en las distribuciones que esperamos para los próximos años.

Anexo

Rentabilidades

Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia ibérica

Rentabilidad neta de comisiones	2012**	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Equipo gestor	7,18%	36,31%	13,45%	17,12%	10,24%	8,73%	-6,45%*	4,83%
80% el ITGBM y al 20% el PSI TR	8,93%	27,95%	2,27%	-0,18%	0,38%	13,57%	-10,56%	9,06%

Datos hasta el 31 de marzo de 2019

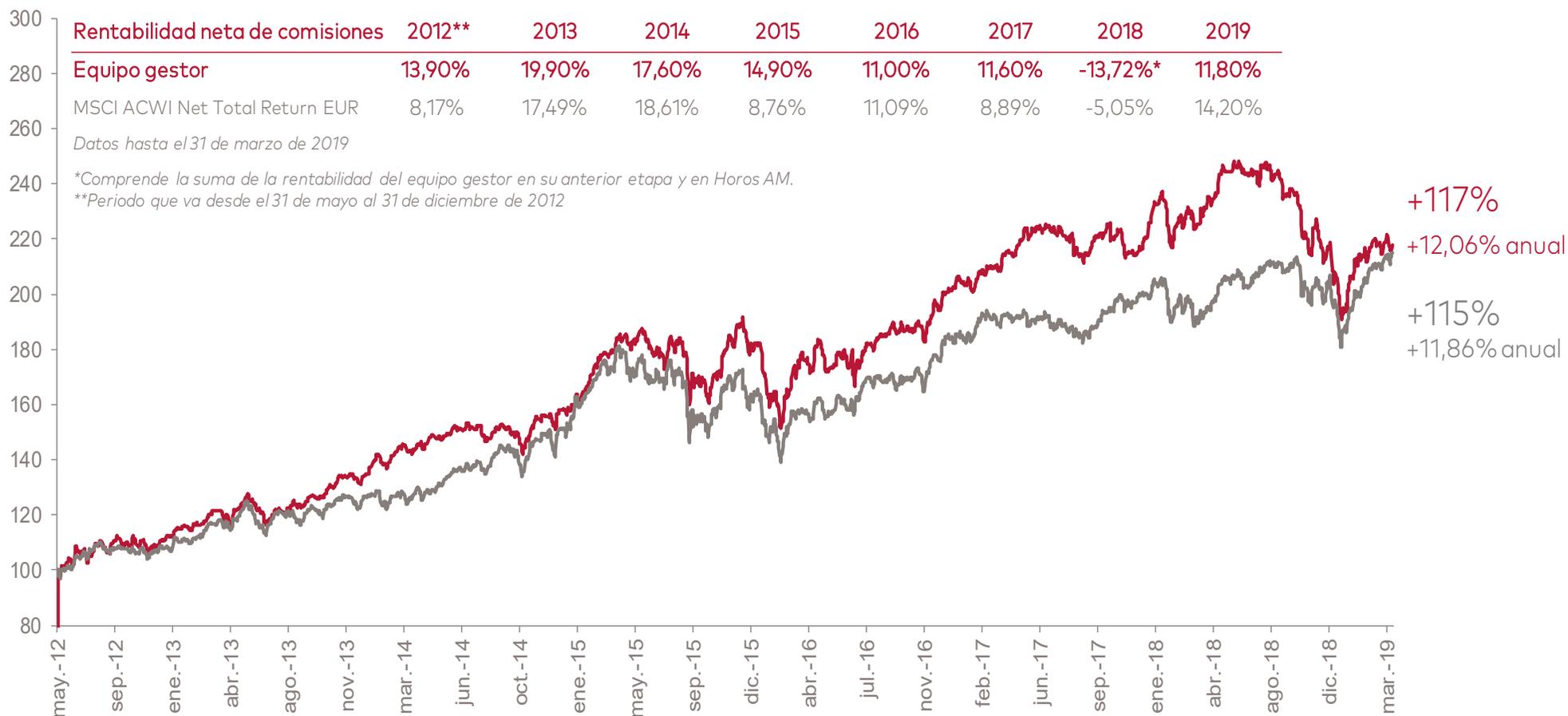
*Comprende la suma de la rentabilidad del equipo gestor en su anterior etapa y en Horos AM.

**Periodo que va desde el 30 de septiembre al 31 de diciembre de 2012



Rentabilidades

Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia internacional



Potenciales

Potencial histórico del equipo gestor

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

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

