

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA ANUAL
A LOS PARTÍCIPES

ENERO 2019

ENERO 2019

Estimado co-inversor,

Finalizamos un año que ha marcado el inicio de un proyecto muy ilusionante para todos los que formamos el equipo de Horos. Ha sido un comienzo duro, de muchas horas de trabajo y dedicación por parte de cada uno de los empleados de la compañía, pero muy gratificante. Gracias y enhorabuena a cada uno de ellos.

Gracias también a los más de 2.000 partícipes que han decidido confiarnos sus ahorros. En un año tan volátil y de corrección para los mercados, su compromiso y confianza nos da energía para seguir trabajando con la misma ilusión y dedicación que el primer día.

Sin embargo, no todo han sido alegrías en este breve periodo de tiempo. En este 2018 hemos reconocido dos errores de inversión de los que hablaremos en profundidad en esta carta. No serán ni los primeros ni los últimos que cometamos. Analizarlos y aprender de ellos forman parte de nuestro trabajo y contribuirán a mejorar nuestro proceso de inversión. Podríamos no hacerlos públicos o dedicar un par de líneas en la sección de movimientos de cartera para explicarlos, pero, como bien sabe, queremos que la transparencia sea siempre nuestra seña de identidad. Si entiende lo que hacemos y por qué lo hacemos (y eso incluye en qué nos equivocamos), será más fácil que nos acompañe durante los momentos buenos y malos de mercado o de nuestras carteras. Esta es la única manera de aprovechar las bondades del largo plazo y el atractivo potencial de nuestros fondos.

Mis mejores deseos para este 2019.

Reciba un cordial saludo,

|———|

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones
Horos Asset Management

La importancia de aprender de los errores

La honestidad es el camino más rápido para evitar que un error se convierta en un fracaso

— James Altucher

¿Qué es un error de inversión? Según el diccionario de la Real Academia de la Lengua, un error es una *acción equivocada o desacertada*. Si aplicamos esta definición al mundo de la inversión, concluimos, como no puede ser de otra manera, que un error se produce cuando la tesis de inversión (*acción*) no se cumple (*equivocada o desacertada*), **independientemente de que la rentabilidad que hayamos obtenido sea positiva o negativa**. Entender esto es de vital importancia para poder mejorar continuamente como inversores. No debemos juzgar una inversión atendiendo, únicamente, a la rentabilidad que nos haya reportado. Estará de acuerdo en que, hasta un niño de tres años eligiendo compañías al azar, puede ganar dinero en bolsa con alguna de sus inversiones, pero nunca de manera sostenible. ¿Cómo evaluar, entonces, si una inversión ha sido acertada o no? Analizando los pasos seguidos hasta realizar esa inversión, es decir, estudiando si el **proceso de inversión** ha sido el correcto.

Michael J. Mauboussin, uno de los analistas que más nos ha influido como inversores, comenta en su libro "More than you know" que, en todos los campos probabilísticos, como los juegos de apuestas o la inversión, debemos centrarnos en el proceso de toma de decisiones y no en el resultado de corto plazo que consigamos, **evaluando este proceso con los resultados obtenidos en el largo plazo**. Habrá ocasiones en los que los resultados sean positivos mercedamente y, otros casos, en los que sea por puro azar. Igualmente, podremos toparnos con resultados negativos fruto de una mala decisión y lo contrario, resultados negativos causados por escenarios con muy baja probabilidad de producirse. El casino es un claro ejemplo de ello. Se podrán producir rachas en las que los jugadores ganen dinero, pero a largo plazo, el proceso garantiza que la "casa" siempre gane.¹

Dado que los pasos seguidos en la toma de decisiones son lo más importante para obtener rentabilidades satisfactorias en el largo plazo, es esencial detectar cuanto antes un error de inversión y, especialmente, estudiar concienzudamente por qué se ha producido, aprender de él y mejorar así el proceso de inversión. Este doloroso (admitir un error va contra nuestra naturaleza humana) a la vez que enriquecedor análisis, nos permite evolucionar como inversores y reducir los errores futuros que podamos cometer.

¹ Obviamos famosos casos como el de Edward Thorp que batió, consistentemente, a casinos jugando al Black Jack y a la ruleta, como narra en su maravillosa biografía "A Man for All Markets".

El *checklist*

Ningún piloto prudente, da igual cuánto talento o experiencia tenga, deja de utilizar su checklist

— Charlie Munger

Una de las mejores herramientas que podemos utilizar para optimizar el proceso de inversión es el *checklist* o lista de verificación. El *checklist* tiene su origen en la industria de la aviación, después de que un nuevo modelo de avión de Boeing se estrellase en una exhibición de los años 30. Al descubrir, en el posterior análisis, que no hubo fallo mecánico que causara la trágica colisión, Boeing llegó a la conclusión de que la complejidad del nuevo avión hizo que el experimentado piloto olvidase alguno de los pasos en la fase de despegue. Desde entonces, se trabaja con un *checklist* que minimice al máximo los errores humanos en el pilotaje del avión.

En Horos, el proceso de inversión que utilizamos Alejandro, Miguel y yo cuenta, como sabe, con cinco principios que, idealmente, deben cumplir las compañías que tenemos en nuestros fondos. Estos principios son la base sobre la que desarrollamos nuestro particular *checklist* para decidir si una empresa entra o no en cartera. A modo de ejemplo y sin ser exhaustivos, algunas de las preguntas que tratamos de responder cuando analizamos una compañía serían las siguientes:

- Compañías que estén dentro de nuestro **círculo de competencia**: ¿es una industria cambiante o está fuera de nuestras capacidades poder analizarla? ¿Podemos visualizar cómo será el sector dentro unos años?
- Negocios que cuenten con **ventajas competitivas y/o barreras de entrada duraderas**: ¿tiene la compañía una cuota de mercado estable y/o creciente? ¿Cómo está evolucionando el resto de los competidores? ¿Cómo podría destruir este negocio si tuviera capacidad financiera para intentar hacerlo?
- Empresas que presenten un **balance sólido**: ¿cuenta la compañía con una posición de caja neta actualmente? De lo contrario, ¿es altamente probable que la tenga en tres años? ¿Está su deuda casada con flujos de caja futuros y/o cuenta con activos que respalden esa deuda? ¿Es un negocio predecible y estable?
- Negocios dirigidos por **buenos gestores de capital**: ¿reinverten continuamente en fortalecer las ventajas competitivas del negocio? ¿Realizan adquisiciones de otras empresas a precios atractivos? ¿Cómo retribuyen al accionista y por qué?
- La valoración debe arrojar un **margen de seguridad elevado**: ¿qué múltiplo de salida merece el negocio? ¿Qué probabilidad hay de que se cumpla el peor escenario? ¿Es asumible? ¿Cómo de atractivo es el binomio rentabilidad-riesgo? ¿Qué convicción tenemos en nuestra valoración?

Aunque muchas de las preguntas que nos hacemos son cuantificables, como el nivel de deuda de una compañía, otras no lo son tanto, como el análisis futuro de una industria, la calidad que pensamos tiene un negocio o qué valoración creemos que debería dar el mercado a una empresa. Por este motivo, aunque históricamente algunos de los errores que hemos cometido como inversores estaban relacionados con compañías excesivamente endeudadas, los últimos años hemos puesto más atención a los aspectos cualitativos de las compañías y, en especial, al impacto que los avances tecnológicos tienen sobre las empresas y las industrias en las que operan. Por tanto, existe un gran componente de subjetividad en nuestro proceso de inversión y es ahí donde debemos poner todas las alertas posibles, para evitar caer en errores de bulto que se traduzcan en importantes pérdidas para nuestros fondos. Sin embargo, no es el caso que nos ocupa este año, ya que los dos errores de inversión que hemos cometido están relacionados con el cuarto punto de nuestro *checklist*: la gestión de capital.

El *outsider* o cuando el jinete marca la diferencia

Dos compañías con resultados operativos idénticos y diferentes aproximaciones en su gestión de capital, generarán a largo plazo dos resultados muy distintos para sus accionistas

— William N. Thorndike

La frase que acaba de leer pertenece a "The Outsiders", un libro muy recomendable, en el que William Thorndike nos enseña, a través de ocho ejemplos reales, cómo la gestión de capital de los directivos de una compañía puede marcar una gran diferencia para sus accionistas. Como explica Thorndike, los equipos directivos de una compañía cuentan con **cinco alternativas fundamentales a la hora de gestionar el capital**. En concreto, pueden reinvertir en el negocio, adquirir otras empresas, reducir deuda, pagar dividendos y recomprar acciones propias. Tan importante son las alternativas que tienen como la forma de financiarlas. No tendrá el mismo impacto para el accionista emitir deuda, que ampliar capital o utilizar el efectivo generado por el negocio. Por tanto, la gestión de capital no es un tema baladí y se le debe dar la importancia que se merece si pretendemos contar con un proceso sólido de inversión.

Una de las maneras de analizar la gestión de capital en las compañías es estudiar las **decisiones que históricamente han tomado los directivos** y valorar si han creado o destruido valor para sus accionistas. Si hay un sector en el que es vital contar con directivos capaces de hacer una buena gestión de capital es el bancario. Al tener un balance muy apalancado, cualquier variación pequeña del valor de sus activos genera un impacto mucho mayor en los fondos propios de estas entidades. Sin embargo, la buena gestión de capital ha sido más la excepción que la norma en las entidades bancarias, haciendo adquisiciones de otras entidades en pico de ciclo a precios desorbitados o ampliando capital para mantener un dividendo a todas luces insostenible, por poner dos ejemplos flagrantes, lo que ha llevado a pérdidas de capital irrecuperables para sus accionistas. Éste es uno de los (muchos) motivos por los que hemos evitado históricamente la exposición al sector.

¿Cuál sería una gestión de capital creadora de valor para los accionistas? No hace falta irnos muy lejos para encontrarla. **En España tenemos varios casos de gestores de capital que han marcado la diferencia a lo largo de los años.** Compañías como Barón de Ley (con su continua recompra y amortización de acciones propias a precios muy atractivos), Catalana Occidente (con su prudente gestión de capital y adquisiciones de otras entidades a múltiplos baratos) o Altia Consultores (con adquisiciones muy atractivas y una obsesión por la eficiencia en costes) son ejemplos de cómo la gestión de capital puede marcar la diferencia en términos de rentabilidad para sus accionistas.

Sin embargo, una histórica buena gestión de capital, aunque es un buen punto de partida, no tiene por qué ser garantía de que vaya a seguir siéndolo a futuro. Por otro lado, habrá ocasiones en las que estemos ante compañías en las que no exista un histórico que nos permita sacar ninguna conclusión o en las que el equipo directivo haya cambiado recientemente. ¿Cómo saber entonces si un equipo directivo tomará o no decisiones que generen o, por lo menos, no destruyan valor para sus accionistas? Estudiando si existe o no una verdadera **alineación de intereses con sus accionistas.**

El *skin in the game* o cuando todos ganamos y perdemos

No importa lo que una persona tiene o deje de tener, sino lo que tiene miedo de perder

— Nassim N. Taleb

El *skin in the game* o, como decimos en español, jugarse el pellejo es otro concepto recientemente popularizado por Nassim Taleb, autor del que ya hablamos en la pasada carta trimestral cuando explicamos las ideas de convexidad y opciones gratuitas ([leer aquí](#)), en su libro "Skin in the Game: Hidden Assymetries in the Daily Life". No obstante, no es un concepto novedoso en el mundo de la inversión. Warren Buffett, el inversor más exitoso y relevante de la historia, hace años que defiende la idea de que **los directivos deben ser accionistas de las compañías que dirigen** y jugarse su dinero junto con el del resto de accionistas que han confiado en su gestión. De esta manera, tendrán un incentivo claro para no tomar decisiones que destruyan valor para sus accionistas.

Por este motivo, al buscar empresas con una buena o correcta gestión de capital, solemos encontrarnos con compañías en las que el accionariado está controlado por su equipo directivo, estando éste constituido, en muchas ocasiones, por su propia familia fundadora. Del total de menos de 50 compañías en las que invertimos a través de nuestros fondos Horos Value Iberia y Horos Value Internacional, aproximadamente 30 tienen un accionariado controlado por su equipo directivo o con participación que denote que se estén jugando su pellejo, lo que nos da tranquilidad en cuanto a qué podemos esperar de su gestión de capital futura. Corticeira Amorim (75% del accionariado en manos de la familia Amorim), la comentada Barón de Ley (70% propiedad de su Consejero Delegado, Eduardo Santos-Ruiz) o Keck Seng Investments (75% controlado por la familia Ho), son claros ejemplos de inversiones en las que el equipo gestor se juega su pellejo en

cada decisión que toma, lo que ha repercutido muy positivamente en la creación de valor para sus accionistas.

Ahora bien, invertir exclusivamente en compañías familiares, si bien cuenta con las bondades comentadas, puede llevar a perdernos grandes oportunidades de inversión. ¿Tiene sentido dejar de invertir en compañías relacionadas con las materias primas, por ejemplo, donde vemos un gran potencial de revaloración, por no contar en muchos casos con directivos dueños de un paquete significativo de acciones de la empresa que dirigen? Obviamente no. ¿Cómo intentar garantizar, en estos casos, que el equipo directivo tomará decisiones adecuadas o no dañinas para los accionistas? Estudiando el sistema de incentivos en la retribución de este personal clave para la empresa.

El incentivo como palo y zanahoria del directivo

Enséñame el incentivo y yo te mostraré el resultado

— Charlie Munger

Decía el gran economista austríaco Ludwig von Mises que toda acción humana viene desencadenada por una sensación de insatisfacción, si no, ¿por qué iba a producirse? El comportamiento humano se basa, por tanto, en buscar conseguir unas metas u objetivos y utilizar todos los medios a nuestro alcance para lograrlo. **El problema surge cuando estos objetivos no están correctamente predefinidos y condicionan nuestro comportamiento, desencadenando acciones no deseadas.** Un ejemplo típico lo encontramos en la política. El objetivo de todo político es maximizar el número de votantes y perpetuarse en el poder, cuando su objetivo prioritario podría ser el de maximizar el bienestar de los ciudadanos, aunque eso le costase perder votos y pocos años de legislatura. Sin embargo, al no contar con un incentivo adecuado, el político busca siempre tener contento al votante con medidas populistas y cortoplacistas, a costa de problemas futuros para la sociedad que no tendrá que asumir en su mandato (deudas inasumibles, sistema insostenible de pensiones, impuestos cada vez más elevados, etcétera).

El mundo empresarial no es ajeno al poder de los objetivos o incentivos. **Un equipo directivo con un sistema de incentivos que tenga como objetivo último generar valor para sus accionistas, tenderá a realizar una buena gestión de capital y viceversa.** Un buen sistema de retribución debería contar con incentivos de largo plazo que busquen maximizar la rentabilidad del accionista. Esto se puede conseguir fijando incentivos directos, como establecer una remuneración variable en función de la evolución de la acción de la compañía, en términos absolutos o frente a compañías de su sector. Aunque, pudiendo comportarse el mercado de manera irracional durante mucho tiempo, preferimos incentivos indirectos enfocados en la rentabilidad del negocio de largo plazo, generación de caja y similares. Al final, si el negocio va bien, la acción terminará recogiéndolo en su precio y evitará un excesivo foco por parte de los directivos en la evolución de su empresa en bolsa. Por otro lado, sistemas de retribución de largo plazo basados, únicamente, en el crecimiento del negocio, pueden llevar a una gestión de capital centrada en hacer expansiones continuas, tanto

orgánicas como vía adquisiciones de otras entidades, generalmente financiadas con un excesivo y caro endeudamiento o a través de ampliaciones de capital destructoras de valor para sus accionistas. No estamos diciendo con esto que tengamos que evitar compañías que realizan adquisiciones continuamente. Simplemente hay que analizar si estas adquisiciones están generando valor y si los incentivos pueden estar jugando un papel perverso en la gestión de capital de la compañía. **En Horos Value Internacional, contamos con compañías que realizan varias adquisiciones de otras compañías al año, siempre a precios muy atractivos y con una capacidad demostrada para obtener importantes retornos de esas adquisiciones.** Vertu Motors o Pendragon serían ejemplo de ello.

Por último, un ejercicio interesante es analizar cuánto supone el **sueldo fijo del total de remuneración** de un directivo y si está **comprando acciones** a título personal en cantidades significativas. Lo primero puede llevarle a una situación de relajación y parálisis en sus decisiones (si gano un buen sueldo seguro, ¿para qué voy a cambiar nada?). Lo segundo es un claro indicio de compromiso con el accionista (no hay mejor alineación con el accionista que la de ser uno de ellos) y, además, puede darnos información de si el directivo, que sabe de primera mano cómo marcha el negocio, encuentra atractiva la valoración de su compañía para invertir en ella. Estos dos factores jugaron en nuestra contra en el primero de los errores de inversión que vamos a estudiar...

Zeal Network o cuando El Gordo les toca a los otros

La propuesta de adquisición de Lotto24 y el cambio de estrategia anunciado por la Compañía es probable que beneficie, fundamentalmente, a los grandes accionistas con intereses cruzados en ambas entidades y no a los accionistas minoritarios

— Burren Capital Advisors

Zeal Network, compañía operadora de lotería secundaria de la que somos accionistas desde hace más de seis años, anunció el 19 de noviembre del pasado año la adquisición de Lotto24, el bróker *online* líder de lotería primaria de Alemania. **Una operación transformadora y muy defendida por su equipo gestor y que, sin embargo, pensamos que destruye valor para sus accionistas, entre los que nos encontramos nosotros.** Para entender por qué creemos que se trata de un movimiento erróneo, tenemos que hacer un repaso de la historia de la compañía y cómo ha llegado hasta aquí.

Hasta el año 2008, Tipp24 (anterior nombre de Zeal Network) operaba como un bróker de lotería por internet, vendiendo billetes de juegos oficiales del Estado y obteniendo una comisión por esa venta. Se trataba de un negocio sencillo y con crecimiento, en el que Tipp24 llegó a convertirse en el líder indiscutible de Alemania, con una cuota de mercado del 60% y cerca de dos millones y medio de usuarios registrados. Sin embargo, su destino cambió de manera radical cuando el regulador alemán, en un movimiento a todas luces paternalista, decidió prohibir los juegos de apuesta *online* y su publicidad, incluyendo la venta de lotería. La compañía se vio, por tanto, en una

situación insostenible, al convertirse su principal actividad en ilegal. Para salir a flote, **Tipp24 encontró una solución de negocio innovadora, convirtiéndose en operador de lotería secundaria y escindiendo su negocio tradicional en una nueva compañía (Lotto24)**. Al no poder realizar su nueva actividad en Alemania, Tipp24 cambió su domicilio y sede social a Reino Unido y cambió su nombre por el de Zeal Network.

Pero ¿en qué consiste esta nueva línea de negocio? Básicamente, Zeal Network creó una lotería "paralela" (de ahí el nombre de secundaria) que replica el funcionamiento y los premios de la lotería "oficial" (primaria). Así, un jugador que juegue al Euromillones desde la plataforma de Zeal Network, no está jugando realmente al juego estatal, sino a un juego creado por Zeal a imagen y semejanza del oficial. A efectos prácticos, el jugador no percibe ninguna diferencia. Para Zeal Network, sin embargo, la diferencia es abismal como modelo de negocio. Al tener que hacer frente a los potenciales premios, Zeal mantiene siempre una costosa cobertura contratada, que le permite tener que desembolsar "únicamente" unos treinta millones al año en el peor de los casos (un ejercicio con abundancia de premios importantes). Por ello, tiene que mantener siempre una posición de caja relevante, que no ponga en dificultad la marcha habitual del negocio. A cambio de esto, el negocio es mucho más lucrativo que el tradicional. **Como operador de lotería secundaria, el margen bruto de Zeal asciende al 50% en promedio, frente a poco más de un 10% del clásico bróker de lotería online, como puede ser Lotto24**, cuyo negocio volvió a ser legal, incluyendo su publicidad, en el año 2013. Esto ha permitido a Zeal generar cerca de 180 millones de flujo de caja libre desde 2012 hasta hoy, mientras que Lotto24 no ha conseguido dejar de perder dinero hasta 2017, quemando 40 millones de euros en el periodo. Además, la compañía ha ido incluyendo juegos exitosos de otras loterías como Powerball o Mega Millions, de Estados Unidos, con unas prometedoras perspectivas de crecimiento e iniciado expansiones en otros mercados, con un foco importante en loterías sociales, como puede ser UNICEF.

No todo han sido alegrías en este periodo. El regulador alemán reclama desde 2015 el IVA correspondiente por la venta de servicios prestados electrónicamente a ciudadanos alemanes, incluyendo en esta reclamación la venta de lotería. Como hemos comentado en otras ocasiones, esta medida choca con la regulación de la propia Unión Europea, por lo que nuestro escenario base siempre ha asignado una probabilidad inferior al 50% en contra de la compañía, en línea con lo que defiende la propia Zeal. Pese a ello, **esta nueva incertidumbre ha pesado los últimos años sobre el valor bursátil de Zeal, situando su valoración en un umbral cada vez más deprimido** y llevando el precio de su acción a mínimos de varios años a finales de 2018.

Ante un entorno regulatorio cada vez más incierto, los directivos de Zeal Network han encontrado una nueva solución, en esta ocasión menos innovadora, para esta complicada situación sobre la que navega desde hace un tiempo la compañía. Zeal ha decidido volver a sus raíces y convertirse, nuevamente, en bróker *online* de lotería primaria, poniendo fin al negocio de lotería secundaria de Alemania. No obstante, en vez de solicitar la licencia de bróker primario, ha optado por el camino más rápido: **lanzar una OPA sobre Lotto24**.

Hasta aquí, uno podría decir que el movimiento tiene todo el sentido y que los directivos, velando por el interés de sus accionistas, han decidido hacer lo único que podían hacer en este entorno regulatorio tan hostil. Como dice el refrán el diablo está en los detalles y, en este caso, no tenemos que indagar mucho para encontrar algunos puntos que nos llevan a cuestionar el movimiento corporativo. En concreto:

- Fin al negocio de lotería secundaria.

Zeal Network cierra un negocio muy lucrativo (50% de margen bruto y generador de caja), aunque sujeto a incertidumbres, por uno mucho menos rentable (c. 10% de margen bruto) y con necesidad de mayor escala (aún no generador de caja). El principal argumento de la compañía para realizar este movimiento es que el regulador terminará por convertir en inviable el negocio actual de Zeal.

- Entorno regulatorio hostil.

Uno de los temas que más nos ha sorprendido es el repentino cambio de discurso de la compañía con relación al entorno regulatorio. Zeal, en ningún momento (llevamos años en comunicación directa con ellos, vía correos, llamadas y reuniones en Londres y Madrid), ni tan siquiera en la presentación de resultados que realizaron tres semanas antes del anuncio de OPA, mencionaron o insinuaron que la regulación iba a volverse tan complicada, como ahora defienden. ¿Se trata de un argumento oportunista para defender el movimiento corporativo?

- Petición de licencia de bróker.

Incluso asumiendo que la conversión en bróker tradicional es inevitable, ¿por qué no solicitaron una licencia de bróker y siguieron con el negocio de lotería secundaria? Zeal argumenta, nuevamente, que el regulador imposibilitaría dicho movimiento y no permitiría que un bróker de lotería contase, además, con un negocio de lotería secundaria. Entonces, ¿por qué no solicitar la licencia y cerrar el negocio de lotería secundaria una vez la tuvieran concedida? Misma respuesta.

- El movimiento corporativo.

Como hemos explicado en la sección de la carta dedicada a la gestión de capital, un buen directivo tiene que buscar siempre la alternativa que más valor genere para sus accionistas. Nuestra sensación es que los directivos de Zeal no han hecho ese trabajo. Por un lado, no parece que hayan estudiado la posibilidad de seguir como hasta ahora y esperar a ver si se va o no materializando ese escenario tan negativo que, repentinamente, contemplan. Pensemos que, a cierre de 2018, Zeal terminará el año con unos 125 millones de euros en efectivo, frente a una valoración bursátil de 200 millones de euros. Teniendo en cuenta la generación de caja de Zeal en un año normal (c. 30 millones de euros), terminarían 2019 con 155 millones, sin contar potenciales pagos por premios o un desenlace negativo de la reclamación del IVA alemán. **¿Estamos seguros de que no existen alternativas más atractivas para el accionista que la de destruir su actual negocio y transformarlo en uno menos rentable?**

Por otro lado, el precio pagado por Lotto24 nos parece, como poco, cuestionable. Zeal Network pagará con nuevas acciones la adquisición de Lotto24, quedándose los actuales accionistas de Zeal con un tercio aproximado de la nueva compañía. **La ampliación se realiza a los precios más bajos de la última década y con la compañía valorada en niveles nunca vistos** (EV'20/FCF normalizado de 1x en nuestro escenario base). No sólo eso, Lotto24 cotiza cerca de sus máximos históricos y a una valoración que, a nuestro entender, recoge todas las bondades esperadas para su negocio los próximos años.

Cuando indagamos sobre estos puntos, Zeal argumenta que era la mejor opción dadas las alternativas y que han peleado mucho porque los precios de compra no fueran, todavía, menos atractivos. De hecho, defienden que el precio pagado es muy interesante y que la creación de valor para el accionista será muy importante. Estamos de acuerdo con ellos en que la nueva compañía tiene un potencial significativo para los próximos años, al convertir la compañía en el principal jugador alemán de venta *online* de lotería y beneficiarse de la mayor penetración futura de este canal de venta sobre el total de lotería vendida en el país germano. Sin embargo, **cuestionamos la renuncia a un mayor potencial actual de Zeal, el coste que supone para el accionista y la inevitabilidad argüida para justificar la operación.**

- El escenario base del IVA.

Zeal Network ha defendido siempre (de hecho, así se recoge en su balance) que el escenario más probable para la compañía es no tener que pagar el IVA por la venta de lotería a jugadores alemanes y, por tanto, terminarían por distribuir el exceso de caja retenido para una potencial resolución negativa.

Según comunicó la compañía en la última publicación de resultados, lo más probable es que se conozca una primera resolución en el primer trimestre de este nuevo año. No parece que Zeal tenga intención de repartir ese exceso potencial de caja con sus actuales accionistas, con lo que estaremos "regalando" parte del dividendo esperado a los accionistas de Lotto24.

- Sorprendente reducción de costes.

A la par que anunció la oferta de adquisición de Lotto24, Zeal comunicó al mercado un plan de ahorro de costes que le permitirá reducir los mismos en 4 millones de euros anuales. No deja de sorprender el momento del anuncio y el que no se hubiera realizado antes, teniendo en cuenta que la compañía defiende que podrán realizar ese plan de ahorro rápido y sin tomar medidas drásticas. Hablamos de más del 10% de la generación de caja de la compañía de un año y el 2% de su valor en bolsa. No hubiera estado mal que iniciasen este "sencillo" plan con algo más de antelación.

- Existencia de intereses cruzados.

Por último, el punto más oscuro de esta transacción lo encontramos en el accionariado de ambas compañías. Zeal Network y Lotto24 comparten sus dos principales accionistas, el Grupo Günther y

Working Capital Advisors, que controlan el 15% de las acciones de Zeal y el 60% de las acciones de Lotto24. El Grupo Günther es accionista de Zeal Network y Lotto24 desde hace años. Sin embargo, Working Capital es un accionista totalmente desconocido que ha tomado una posición muy relevante en ambas compañías en un breve periodo de tiempo. Algunos accionistas de Zeal, como su competidor Lottoland o la gestora Burren Capital Advisors, han solicitado mediante cartas públicas la identificación de este accionista y si trabajó en concierto o, incluso, para el Grupo Günther en este proceso. Sea como fuere, no podemos dejar de cuestionarnos si el movimiento ha sido orquestado por los directivos de Zeal o por este grupo de accionistas con intereses no claros en ambas compañías.

A la luz de este profundo repaso de todo lo que ha acontecido en esta inversión, quizás se esté preguntando por qué la consideramos un error. La respuesta es que no dimos la suficiente importancia al estudio que hicimos sobre la (inexistente) alineación de intereses del equipo directivo con sus accionistas. Los aspectos que siempre nos habían llamado la atención fueron los siguientes:

- **Excesiva retribución:** directivos clave, como Helmut Becker (CEO), Jonas Mattsson (CFO) y Susan Standiford (ex COO de la compañía) percibieron, entre los tres, entre 2,7 millones de euros y 3,5 millones de euros en los años 2015, 2016 y 2017. La remuneración de 2017 para estos directivos supuso cerca del 15% del resultado operativo de la compañía. Una cifra nada desdeñable.

- **Incentivo de largo plazo poco relevante:** además de contar con una retribución muy elevada, los incentivos de largo plazo suponen, como máximo, un 25% del total y rara vez los han cumplido, al estar vinculados con la evolución del beneficio por acción y el nivel del precio de la cotización de Zeal.

- **Nulo skin in the game:** no solo no cuentan con una retribución que incentive velar por el bien de los accionistas, sino que los directivos, prácticamente, no tienen ninguna exposición a la compañía que dirigen. A cierre de 2017, el señor Becker contaba con 1.392 acciones y el señor Mattsson con 1.000 títulos. Es decir, entre veinte mil y treinta mil euros invertidos, frente a un sueldo anual de un millón de euros. Para mostrar, según ellos, compromiso con el nuevo proyecto, acaban de comprar acciones por importe de entre ochenta y cien mil euros. Una cifra aún muy insignificante en relación con el sueldo percibido por ambos.

Por tanto, existían señales que indicaban que, ante una decisión relevante en términos de gestión de capital para los accionistas, los directivos iban a priorizar sus intereses por encima de los de los accionistas. Tanto el señor Becker como el señor Mattsson seguirán en la nueva compañía con sus mismos puestos de Consejero Delegado y Director Financiero, pese a que se centrarán, exclusivamente, en las nuevas líneas de negocio que hoy tiene Zeal Network. Desde luego es una lección que no podemos olvidar: **por muy barata que esté una compañía, los incentivos pueden trabajar en nuestra contra.**

Por último, me gustaría destacar que no hemos liquidado nuestra inversión en la compañía. Nuestra intención es votar **en contra** de la propuesta de ampliación de capital para adquirir Lotto24 y esperar acontecimientos (en enero, Lottoland ha anunciado su intención de lanzar una oferta de compra por determinados activos de Zeal) para tomar una decisión. El margen de seguridad es tan elevado que pensamos que es la mejor opción como accionistas, en estos momentos.

OHL o cuando la reputación lo es todo

En el mundo de los negocios, las malas noticias suelen aflorar en serie: si te encuentras con una cucaracha en tu cocina, según pasen los días, conocerás a sus familiares

— Warren Buffett

El segundo error de inversión que vamos a comentar es aún más doloroso por la manera en que se ha producido y, especialmente, por su impacto en la rentabilidad de nuestros fondos. Se trata de OHL, inversión por la que hemos apostado a lo largo del último año y cuyo deterioro, adelantado en la última carta trimestral, nos ha llevado a su liquidación.

En su inicio, se trataba de una inversión tan fácil y tan clara que, como se terminó demostrando, era demasiado buena para ser verdad. La venta de OHL Concesiones supuso un cambio absoluto en el perfil financiero de la compañía, dejando su balance con una posición de caja neta muy importante, hasta el punto de que hubo momentos en los que esta caja, incluso asumiendo salidas futuras por necesidades de circulante y pérdidas por proyectos en curso, era superior al valor bursátil de OHL. Esto despertó nuestra atención. No entendíamos que se pudiera estar produciendo esta aparente ineficiencia en el mercado. **Conocíamos sobradamente la histórica gestión del equipo directivo, pero el margen de seguridad era, en ese momento y con los datos encima de la mesa, tan claro que decidimos realizar una inversión muy significativa en la compañía.** En cierto sentido, se puede decir que acudimos como abejas a un tarro de miel, sin cuestionarnos si había gato encerrado.

¿Qué nos atraía de esta inversión? Por un lado, como acabamos de ver, su importante posición de caja. Por otro, la teórica valoración de activos inmobiliarios como el Proyecto Canalejas o Ciudad Mayakoba. **La suma del valor de la caja y de los activos inmobiliarios nos otorgaba el margen de seguridad para justificar esta inversión.** Adicionalmente, OHL cuenta con un negocio de construcción. Se trata de la línea de negocio que no nos gustaba, al no haber demostrado capacidad para obtener retornos satisfactorios a lo largo de los años. De hecho, uno de los miedos, a la postre justificados, del mercado estaba en los llamados proyectos *legacy*: antiguos proyectos de construcción problemáticos, donde no estaba claro el potencial daño que podían generar en términos de gastos extraordinarios para la compañía. Sin embargo, el "nuevo" enfoque del equipo directivo, dando las cifras de impacto futuro de los proyectos *legacy* y centrándose,

exclusivamente, en proyectos futuros que fueran rentables, nos convenció de lo atractivo de la inversión. Esta fue nuestra perdición.

Ya en el primer trimestre la compañía publicó unos resultados que arrojaban algo de incertidumbre en la valoración, al sufrir un incremento en las necesidades de circulante mayor de lo esperado. Además, no acabábamos de comprender por qué no utilizaban la caja para pagar un mayor dividendo. Sin embargo, el momento verdaderamente preocupante comenzó con la publicación de resultados del segundo trimestre, publicados a finales de septiembre del pasado año. Por un lado, OHL anunció unas pérdidas extraordinarias de 77 millones de euros, por sobrecostes vinculados a la fase final de uno de los proyectos *legacy* del grupo: el hospital CHUM en Canadá. Por otro lado, OHL vendió en octubre sus activos de Mayakoba por 88 millones de euros, cuando su valor en libros rondaba los 150 millones. **Dos varapalos que redujeron drásticamente el margen de seguridad de la inversión, deteriorando nuestra tesis de inversión y demostrando que el equipo directivo podría no estar siendo sincero con el mercado**, ni con los proyectos *legacy*, ni con su valoración de los activos inmobiliarios. ¿Habría algo más que desconoceríamos? Poco tardaríamos en descubrirlo.

En el año 2008 OHL, junto con la empresa egipcia Orascom, se adjudicó un contrato para la construcción del Hospital de Sidra en Qatar. En 2014, la Fundación de Qatar rescindió el contrato, alegando incumplimientos en los plazos de entrega y ritmos de trabajo. OHL inició un arbitraje por el que reclamaba, después de varias reducciones, entre 400 y 500 millones de euros. De esta cantidad, la compañía siempre ha dado como muy probable el cobro de unos 200 millones. Sin embargo, a finales de noviembre del pasado año, el Tribunal de la Cámara Internacional de Comercio emitió un laudo parcial por el que reconocía un derecho de cobro de 44 millones para OHL. Al no entender qué supone este importe parcial sobre el total reclamado por la compañía, hablamos con OHL para buscar una aclaración. Las respuestas nos dejaron, como poco, insatisfechos y con la sensación, nuevamente, de que no se estaba dando toda la información. Tras haber reducido de manera muy relevante nuestra inversión con la publicación de resultados del segundo trimestre, liquidamos del todo nuestra inversión después de esta conversación con la compañía.

¿Dónde cometimos el error y en qué debemos mejorar el proceso? Sin duda alguna, tenemos que ser mucho más exigentes con la reputación de los equipos directivos con los que nos asociamos. Por muy elevado que sea el margen de seguridad de una inversión, los números pueden engañarnos si están inflados por la compañía, aprovechando la normativa contable, u ocultan información relevante al mercado. **No podemos controlar si los números son falsos. Lo que sí podemos controlar es con qué equipos directivos nos asociamos.**

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, nuestro gestor Alejandro Martín publicó un nuevo vídeo en nuestro canal de YouTube ([ver canal](#)), en el que explica nuestra inversión en Keck Seng Investments ([ver vídeo](#)), una de las principales apuestas de Horos Value Internacional. Por otro, el equipo gestor de Horos al completo, tuvimos el placer de presentar en noviembre nuestro proyecto en Value School ([ver vídeo](#)).

Adicionalmente, me gustaría destacar dos de las entrevistas que nos realizaron en este periodo por ser algo "diferentes" de las habituales. La primera de ellas sería la realizada por Norel Ventura a Alejandro, en la que explica, entre otras muchas cosas, como llegó a la filosofía *value* ([leer entrevista](#)). La segunda sería la realizada por Estrategias de Inversión a José María Concejo, nuestro Consejero Delegado, en la que explica el proyecto de Horos ([leer entrevista](#)).

En este último trimestre hemos comunicado al mercado que, desde el 1 de noviembre de 2018, Horos asume el coste de análisis contratado por la gestora, una vez se ha traspuesto la directiva MiFID II. Un paso que adelantamos que íbamos a realizar desde la creación del proyecto y que demuestra nuestro compromiso con el partícipe de nuestros fondos.

Por último, me gustaría dar la bienvenida a Laura Ruiz al equipo de relación con inversores de Horos. Su ilusión y compromiso son un ejemplo para todos los que formamos esta familia.

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 cuarto trimestre ha sido del -11,0%, frente al -8,9% de su índice de referencia. Desde su constitución el 21 de mayo hasta el 31 de diciembre, la rentabilidad acumulada del fondo es del -13,1%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un -13,6%. Los resultados conseguidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta.

En este trimestre, los valores que más positivamente han contribuido son **Greenalia** y **Grenergy**, nuestras dos inversiones en el sector de las renovables. Se trata de dos compañías que cotizaban, en el momento de nuestra entrada, con un gran descuento sobre una valoración conservadora de sus proyectos. El mercado ha ido reconociendo este valor con importantes subidas en el periodo.

En el lado negativo, destacan **OHL**, **Aperam** y **Ercros**. Las dos últimas se han visto lastradas por la caída indiscriminada de todas las compañías cíclicas en bolsa. En ambos casos, nos parece que el margen de seguridad es muy elevado y nos protege de potenciales escenarios adversos. En cuanto a OHL, el continuo flujo negativo de noticias (deterioro de circulante, sobrecostes no esperados de la fase final del Hospital CHUM en Canadá, venta de activos de Mayakoba a precios muy inferiores a su valor en libros o el reducido importe del laudo parcial del Hospital de Sidra en Qatar) ha propiciado un desplome en el precio de la cotización de la compañía. En este caso, sí pensamos que la caída está justificada, ante la poca credibilidad de los mensajes de su equipo directivo. Por este motivo, hemos decidido liquidar nuestra inversión y asumir el error de inversión.

La cartera del fondo ha tenido dos entradas en el trimestre (Gestamp y Greenalia) y cuatro salidas (OHL, NOS, Global Dominion y Merlin Properties).

Gestamp es una compañía familiar (c. 60% efectivo en manos de la familia Riberas) de fabricación de componentes para el sector de la automoción, especialmente de carrocerías y chasis, siendo uno de los líderes globales. Uno de los intereses de su negocio radica en la tecnología de estampación en caliente, hoy menos del veinte por ciento de sus ventas, que mejora las propiedades de las piezas producidas en cuanto a su resistencia y peso. Estas propiedades hacen que vaya ganando cuota de mercado a la estampación en frío, lo que da un interesante perfil de crecimiento a la compañía para los próximos años y le protege, en mayor medida que al sector de componentes, frente a las futuras disrupciones que se avecinan en esta industria.

Greenalia es una empresa familiar de energías renovables que cotiza en el MAB. El origen de la compañía está en el sector forestal, pero está expandiendo su actividad al sector energético donde está construyendo una planta de biomasa de 50 MW en Galicia y comenzará a desarrollar hasta 185 MW de energía eólica en 2019 adjudicado en subasta. Además, la compañía cuenta con una cartera de potenciales proyectos para desarrollar entre 2021 y 2023 por 1.105 MW, de los cuales 594 MW son eólicos, 430 MW fotovoltaicos y 81 MW de biomasa.

En cuanto a las salidas, con la excepción ya comentada de OHL, el resto se producen por contar estas inversiones con un potencial poco atractivo frente al resto de alternativas de la cartera.

Nos gustaría también destacar lo que ha sucedido en **Barón de Ley**. Su Consejero Delegado, Eduardo Santos-Ruiz, ha lanzado una OPA sin exclusión al alcanzar un control superior al 50% del accionariado a un precio de 109 euros. Tras el anuncio ha seguido adquiriendo acciones hasta hacerse con el 70% del total. Al contar, para nosotros, con un potencial muy superior a los 109 euros, mantenemos nuestra inversión y no acudiremos a la OPA.

A cierre de trimestre, **el potencial teórico del fondo para los próximos tres años se sitúa en torno al 68%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada del 18,9%. 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 25 valores y concentrada en dos temáticas relevantes. Por un lado, cerca 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 (**14%**) 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 (4,9%)**. 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, puntualmente, en el **4%**.

Principales posiciones

Meliá Hoteles (7,0%, familiar): grupo hotelero con presencia en más de 40 países, del que la familia Escarrer controla el 52% y es accionista desde hace más de 60 años. La compañía es la cadena de hoteles líder en América Latina y Caribe, siendo el mayor jugador global en resorts y "bleisure" (combinación de negocios y ocio). Meliá tiene el objetivo de ir migrando a un modelo de bajo capital empleado, en el que centrarse en la gestión de los hoteles sin ser propietarios del mismo. En la actualidad, la gestión hotelera supone cerca del 30% del EBITDA y esperan alcanzar un 50% en siete años. Lo interesante de esta inversión radica en la valoración de sus activos hoteleros, muy superior a su capitalización bursátil actual, lo que nos permite llevarnos "gratis" la gestión hotelera y lo que pueda aportar este negocio a futuro a la compañía.

Ercros (7,0%, olvidada): compañía olvidada por los analistas debido a la complicada situación que vivió hace unos años. Es un grupo industrial dedicado a la producción de derivados del cloro (necesarios, por ejemplo, para la fabricación de PVC), química intermedia (formaldehídos, colas y resinas, etc.) y farmacia (principios activos y genéricos). Después de haber pasado casi diez años de descenso continuado de la demanda de PVC, los cierres de capacidad del sector estos últimos años, unidos a la restricción adicional de oferta que se está produciendo, tras la prohibición por parte del regulador europeo de utilizar tecnología de mercurio en los procesos productivos del cloro, nos hace esperar, razonablemente, una buena evolución de esta industria para los próximos años.

Renta Corporación (6,6%, 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 opciones de compra de los inmuebles a reformar), lo que evita el riesgo de balance típico de esta industria. Adicionalmente, ha llegado recientemente 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.

Semapa (5,0%, familiar): vehículo inversor portugués gestionado por la familia Queiroz, que controla cerca del 70% de la compañía papelera Navigator y el 100% de la cementera Secil y de la compañía de tratamiento de subproductos animales ETSA. Pensamos que el holding cotiza con un descuento excesivo frente a la valoración de sus participadas.

Aperam (5,0%, familiar): se trata de uno de los principales productores de acero inoxidable del mundo, con fuerte exposición a Europa y Latinoamérica. Después de un par de años de buen comportamiento bursátil, fruto de la racionalización de la oferta del sector y las medidas *antidumping* impuestas por Europa frente a productores asiáticos, el miedo a las tarifas del



presidente americano Trump sobre este metal y las represalias tomadas por Europa, han impactado, a nuestro entender, de manera excesivamente negativa al valor.

Horos Value Internacional/ Horos Int. PP

Nuestra cartera internacional puede invertir sin restricciones geográficas en la mayoría de bolsas del mundo, incluyendo el mercado ibérico. Por tanto, Horos Value Internacional y Horos Internacional PP son los productos que cuentan 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 -17,4%, frente al -11,3% de su índice de referencia. Desde su constitución el 21 de mayo hasta el 31 de diciembre, su rentabilidad ha sido del -20,3%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un -8,5%. En el caso de Horos Internacional PP, la rentabilidad ha sido del -21,0%. La diferencia entre el fondo y el plan proviene de que el plan inició su proceso de inversión días más tarde. Los resultados obtenidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta.

En este periodo, los valores que más han aportado a la cartera del fondo son **Qivi, Sonae Capital y Talgo**. Qivi se ha beneficiado de una publicación de resultados en el trimestre por encima de lo esperado por el mercado. Importante destacar, también, que la compañía rusa de servicios financieros celebró el pasado noviembre en Londres su primer Día del Inversor, al que tuvimos el placer de acudir, y donde expusieron en detalle su plan de negocio para los próximos años. En el caso de Talgo, consiguió en Letonia su primer contrato de trenes regionales, un hito para la compañía. Además, anunció un programa de recompra de acciones muy ambicioso, de cien millones de euros, que ha sido muy bien acogido por el mercado.

En el lado negativo, destacan **OHL, Teekay Corporation y Ensco**. Las dos últimas se han visto lastradas por la vertical caída del precio del petróleo en el periodo. En el caso de Teekay Corp., el anuncio de incremento de dividendo menor de lo esperado por parte de su filial Teekay LNG, ha contribuido también a esta mala evolución, dado el importante endeudamiento de Teekay Corp. y la dependencia que tiene de estos flujos recibidos. En ambos casos, nos parece que el margen de seguridad es muy elevado y nos protege de potenciales escenarios aún más adversos. En cuanto a OHL, el continuo flujo negativo de noticias (deterioro de circulante, sobrecostes no esperados de la fase final del Hospital CHUM en Canadá, venta de activos de Mayakoba a precios muy inferiores a su valor en libros o el reducido importe del laudo parcial del Hospital de Sidra en Qatar) ha propiciado un desplome en el precio de la cotización de la compañía. En este caso, sí pensamos que la caída está justificada, ante la poca credibilidad de los mensajes de su equipo directivo. Por este motivo, hemos decidido liquidar nuestra inversión y asumir el error de inversión.

La cartera internacional ha tenido una entrada significativa en el periodo (Sonae Capital) y tres salidas (Barón de Ley, OHL, Bolsas y Mercados Españoles).

Sonae Capital 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.

En cuanto a las salidas, con la excepción ya comentada de OHL, todas se producen por contar con un potencial menos atractivos que el del resto de alternativas que hay en la cartera. Nos gustaría también destacar lo que ha sucedido en **Barón de Ley**. Su Consejero Delegado, Eduardo Santos-Ruiz, ha lanzado una OPA sin exclusión al alcanzar un control superior al 50% del accionariado a un precio de 109 euros. Tras el anuncio ha seguido adquiriendo acciones hasta hacerse con el 70% del total. Al contrario que en Horos Value Iberia, donde mantenemos la inversión y no acudiremos a la OPA, en la cartera internacional el potencial actual del valor es muy inferior al del resto de alternativas, por lo que hemos procedido a vender nuestras acciones.

A cierre de trimestre, **el potencial teórico de la estrategia internacional para los próximos tres años se sitúa en torno al 140%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada del 33,9%. 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 y Horos Internacional PP.

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 (27%)**, especialmente uranio, acero inoxidable y petróleo. Otro bloque importante es el que engloba a **valores emergentes olvidados (20%)** o poco seguidos por la comunidad inversora, fundamentalmente de Asia. La inversión en **plataformas tecnológicas (15%)** con poderoso efecto de red que aún cotizan a precios muy atractivos para invertir y en compañías del **Reino Unido (12%)**, 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 **2,7%**.

Principales posiciones

Asia Standard International (5,0%, 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.

Aercap Hodlings (4,8%, otros): una de las compañías líderes del mundo en leasing de aviones. Se trata de un negocio con elevada recurrencia de ingresos y con buenas perspectivas futuras, dado el crecimiento esperado en la producción y demanda de aviones para los próximos años, derivado, fundamentalmente, de las necesidades de las economías desarrolladas y el crecimiento esperado de las emergentes. Pese a tratarse de un negocio con importante apalancamiento financiero, pensamos que la estabilidad de los flujos que genera el negocio, así como la correcta gestión de capital de los últimos años, adquiriendo ILFC a precios muy atractivos en 2013 o recomprando acciones con importante descuento, justifican invertir en una compañía que consigue ROEs históricos del 12% y cotiza hoy con descuento sobre su valor en libros y a menos de 10x beneficios.

Keck Seng Investments (4,7%, emergente olvidada): es una compañía familiar hongkonesa fundada a comienzos de la década de los 40 por la familia Ho, dueña del 75% del vehículo, por lo que sus intereses están alineados con los de sus accionistas. El holding está especializado en la propiedad y gestión de hoteles en Estados Unidos, China, Japón, Vietnam y Canadá. Keck Seng cuenta, además, con una importante cartera residencial en Macao que esperamos se beneficie de la reciente apertura del puente que une Hong Kong con esta ciudad. La poca liquidez de la acción o el hecho de que los activos se valoren a coste de adquisición en el balance, han contribuido a generar una ineficiencia en el mercado a nuestro parecer injustificada.

Uranium Participation Corporation (4,5%, 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.

Naspers (4,5%, plataforma): compañía sudafricana que invierte en distintas plataformas tecnológicas del mundo, con exposición a clasificados, comida a domicilio y pagos. Naspers controla el c. 31% de Tencent Holdings, la empresa china líder global en distribución de videojuegos y dueña de Weixin (WeChat), la plataforma social de más de 1.000 millones de usuarios. Una aplicación única que permite hacer de todo a sus usuarios, como pagar con el móvil en cualquier

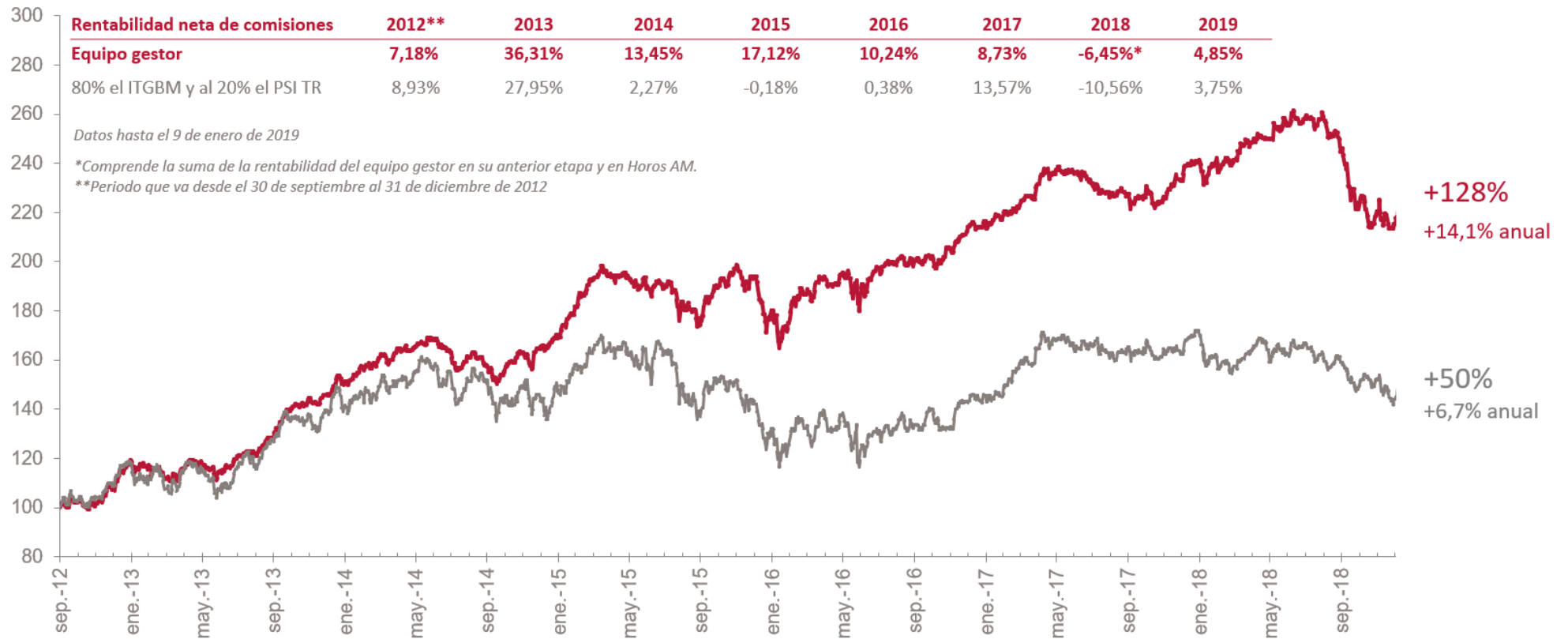


comercio chino, contratar un servicio de transporte o consumir contenido digital de cualquier tipo, sin que el usuario tenga que abandonar la aplicación. Sólo la valoración de Tencent es superior al valor bursátil de Naspers, lo que nos permite invertir con descuento en esta extraordinaria compañía y, además, invertir "gratis" en el resto de interesantes plataformas de Naspers.

Anexo

Rentabilidades

Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia ibérica



Rentabilidades

Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia internacional

Rentabilidad neta de comisiones	2012**	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Equipo gestor	13,90%	19,90%	17,60%	14,90%	11,00%	11,60%	-13,72%*	5,84%
MSCI ACWI Net Total Return EUR	8,17%	17,49%	18,61%	8,76%	11,09%	8,89%	-5,05%	2,79%

Datos hasta el 9 de enero de 2019

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

**Periodo que va desde el 31 de mayo al 31 de diciembre de 2012



Potenciales

Potencial histórico del equipo gestor

Datos desde 31 de marzo de 2014 hasta el 31 de diciembre de 2018

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

