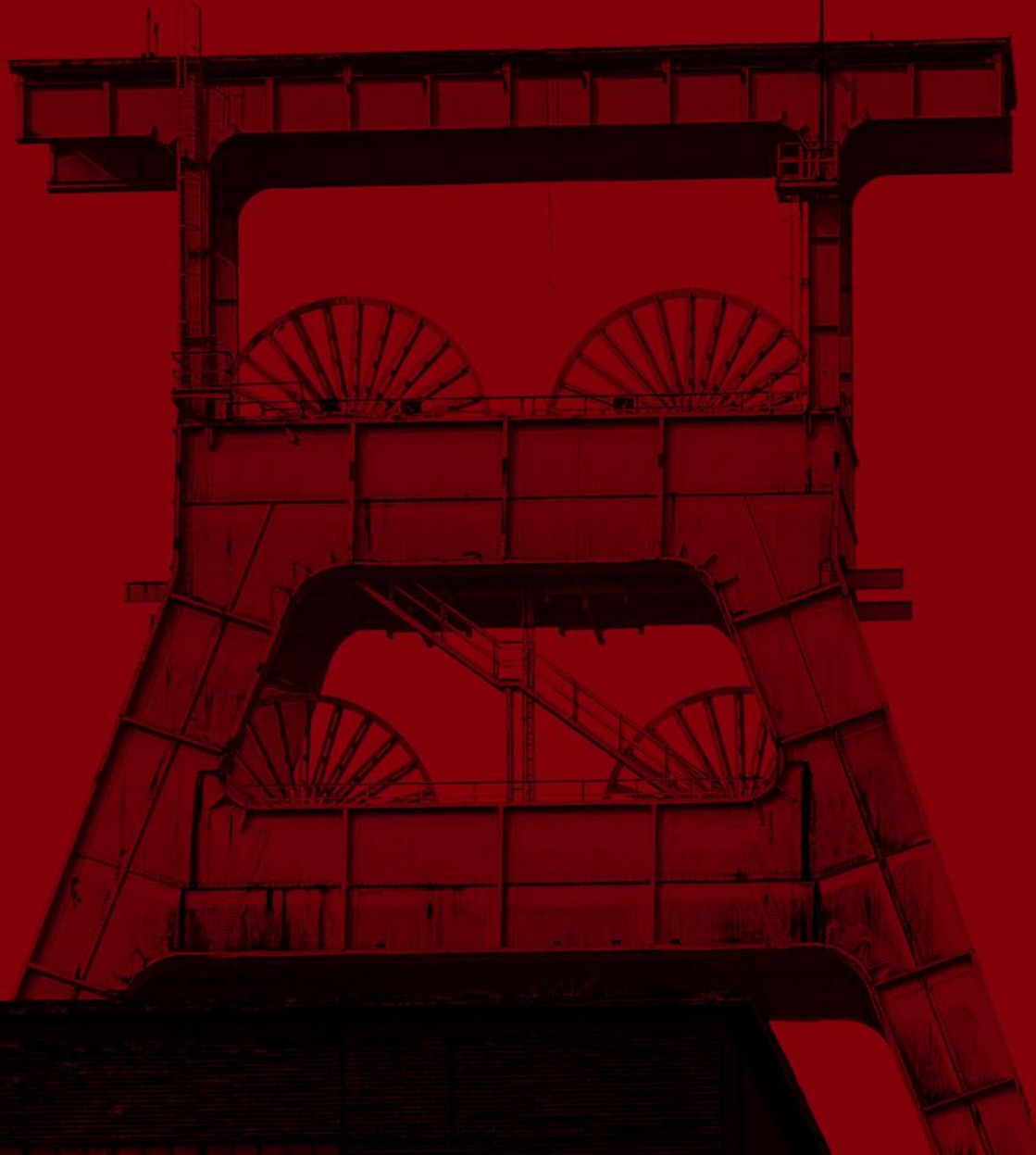


A NEW WAY TO INVEST

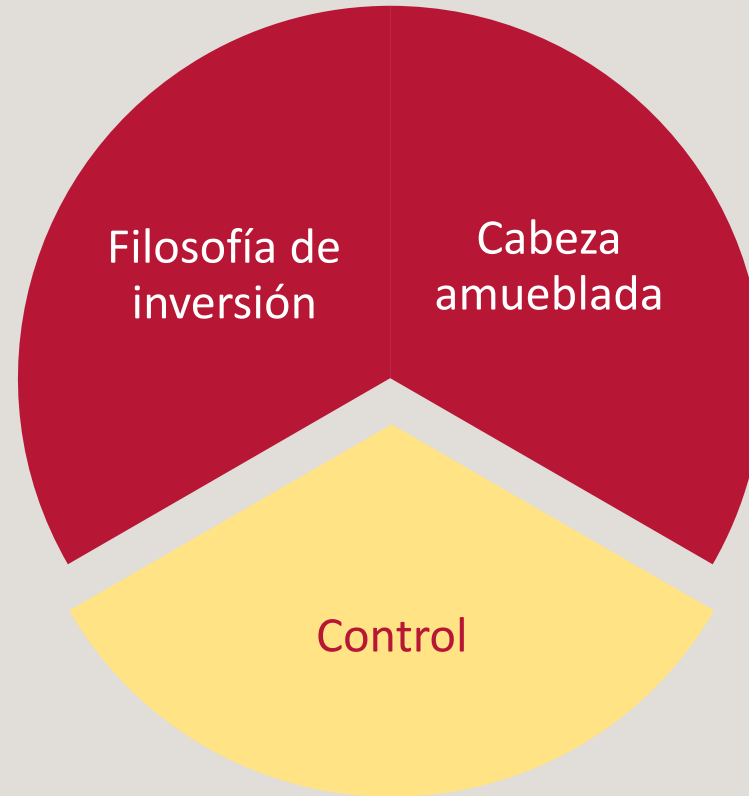
HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

— Head. Heart. Handcraft



*La receta
"mágica"*



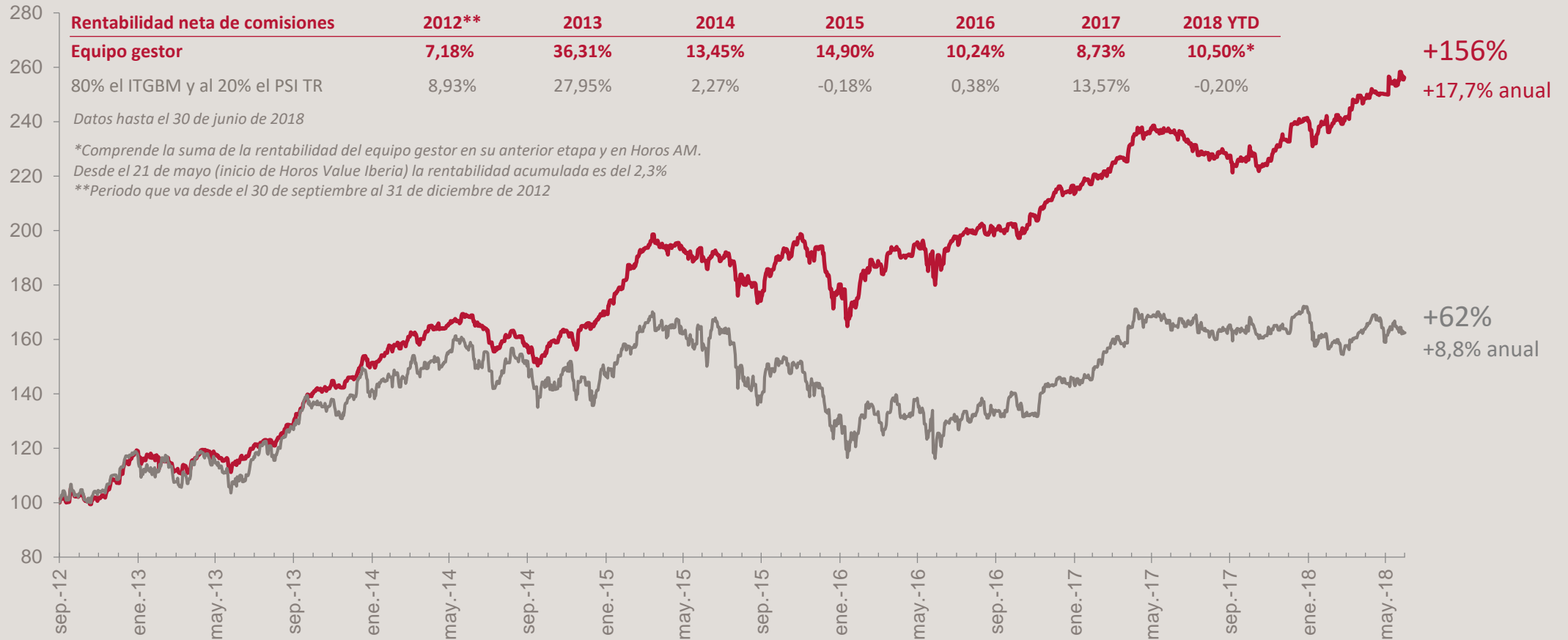
La receta “mágica”

*Filosofía de
inversión*



Rentabilidades

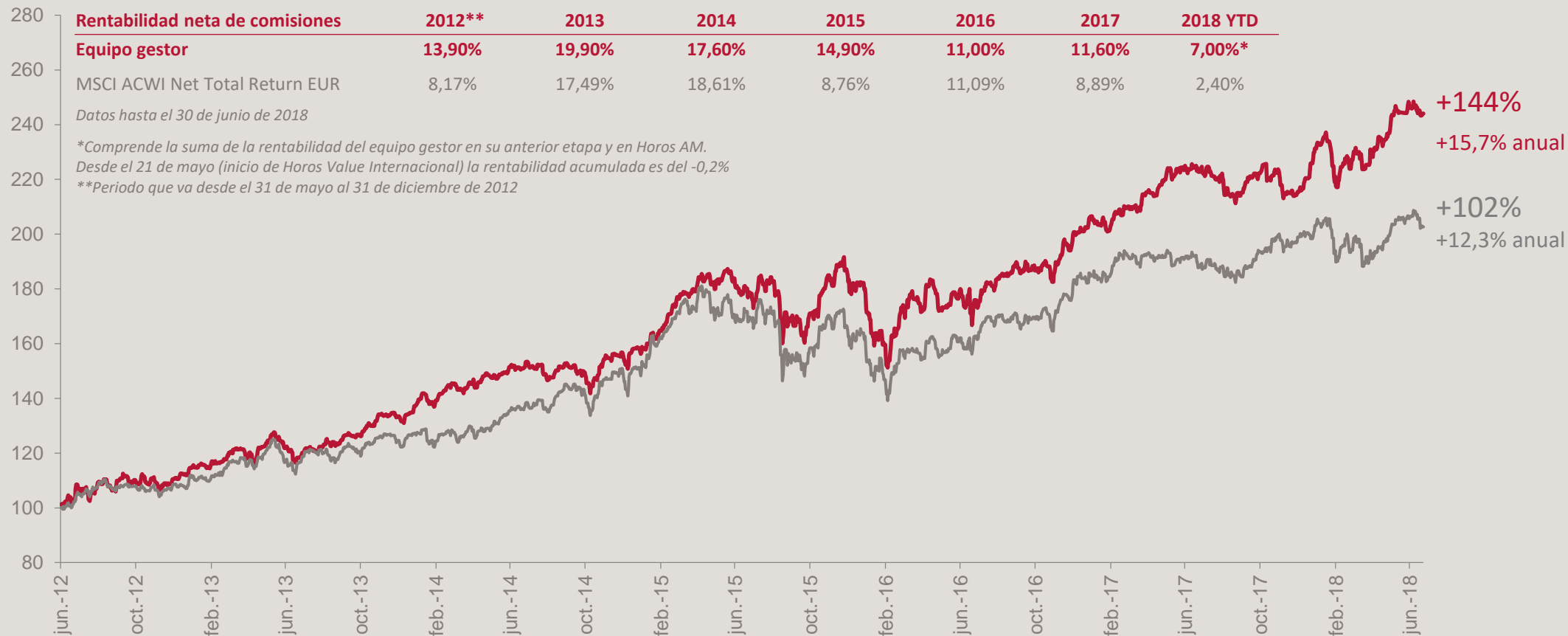
Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia ibérica



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

Rentabilidades

Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia internacional



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

*La receta
"mágica"
Cabeza
amueblada*



Javier Ruiz
Director de inversiones



Alejandro Martín
Gestor de fondos

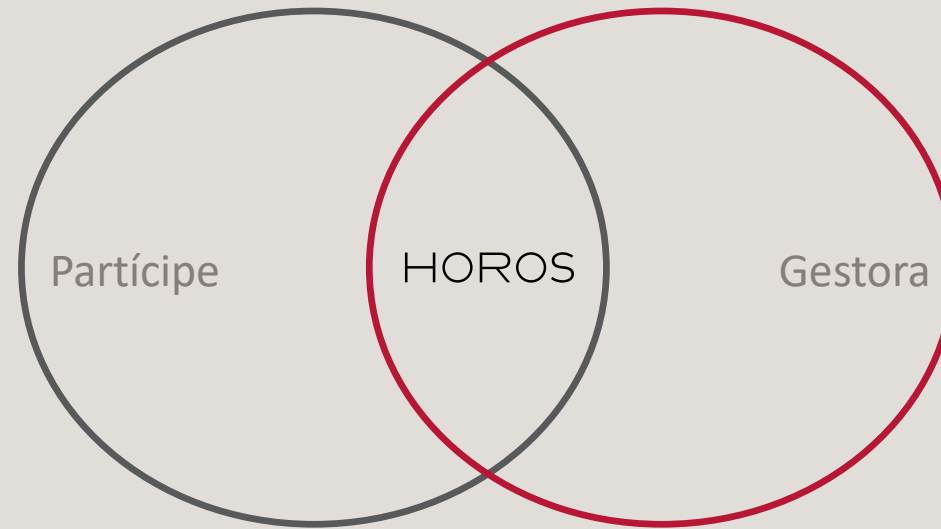


Miguel Rodríguez
Gestor de fondos

*... determine all the ways that business can go wrong, the environment can go wrong, the balance sheet can go wrong. **Try to kill the company,***

Bruce Berkowitz (Fairholme Funds)

*La receta
"mágica"
Control*



*Most people you run into in real life... plumbers, taxi drivers, accountants,
tax advisors, garbage collectors... pay a price for their mistakes,*

Nassim N. Taleb ("Skin in the Game")

Qué y cómo lo hacemos

REGLA NÚMERO UNO
Nunca pierdas
dinero
REGLA NÚMERO DOS
Nunca olvides
la regla nº 1
WARREN BUFFETT

*Qué
hacemos
Value
investing*

Invertimos en empresas que podemos entender y visualizar a largo plazo

Seleccionamos aquellas que tienen ventajas sobre sus competidores

Evitamos compañías con deudas elevadas

Estudiamos con atención el trabajo de sus directivos

Compramos acciones cuando pensamos que su valor es claramente superior a su precio en bolsa

1^{er} principio

*Círculo de
competencia*



*The greatest enemy of knowledge is not
ignorance, it is the illusion of knowledge,*

Daniel Boorstin

1^{er} principio
Círculo de
competencia



\$500, fully subsidized with a plan?!... That is the most expensive phone in the world, and it doesn't appeal to business customers because it doesn't have a keyboard,

Steve Ballmer (ex CEO de Microsoft)

1^{er} principio

Círculo de
competencia

Cuidado con la disrupciones y el
pensamiento lineal



Neither RedBox nor Netflix are even on the radar screen in terms of competition,
Jim Keynes (CEO de Blokkbuster, 2008)

2º principio
El foso

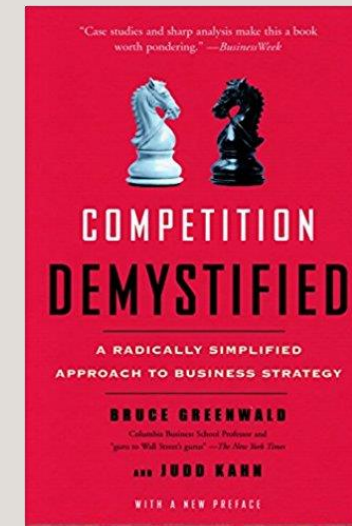
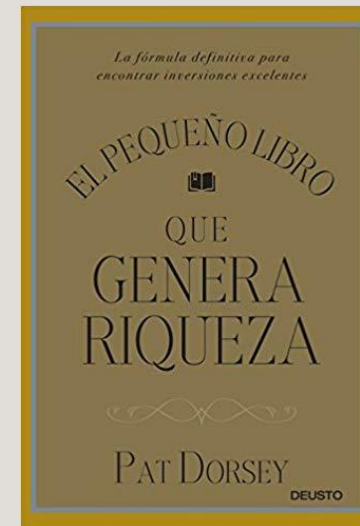
Measuring the Moat

Assessing the Magnitude and Sustainability of Value Creation

July 22, 2013

Authors

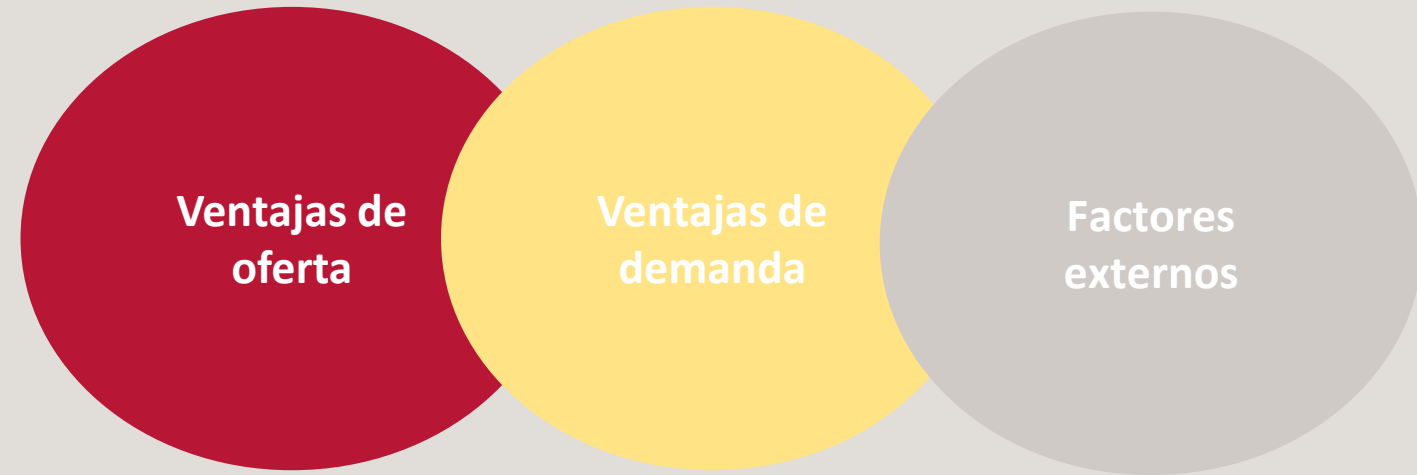
Michael J. Mauboussin
michael.mauboussin@credit-suisse.com
Dan Callahan, CFA
daniel.callahan@credit-suisse.com



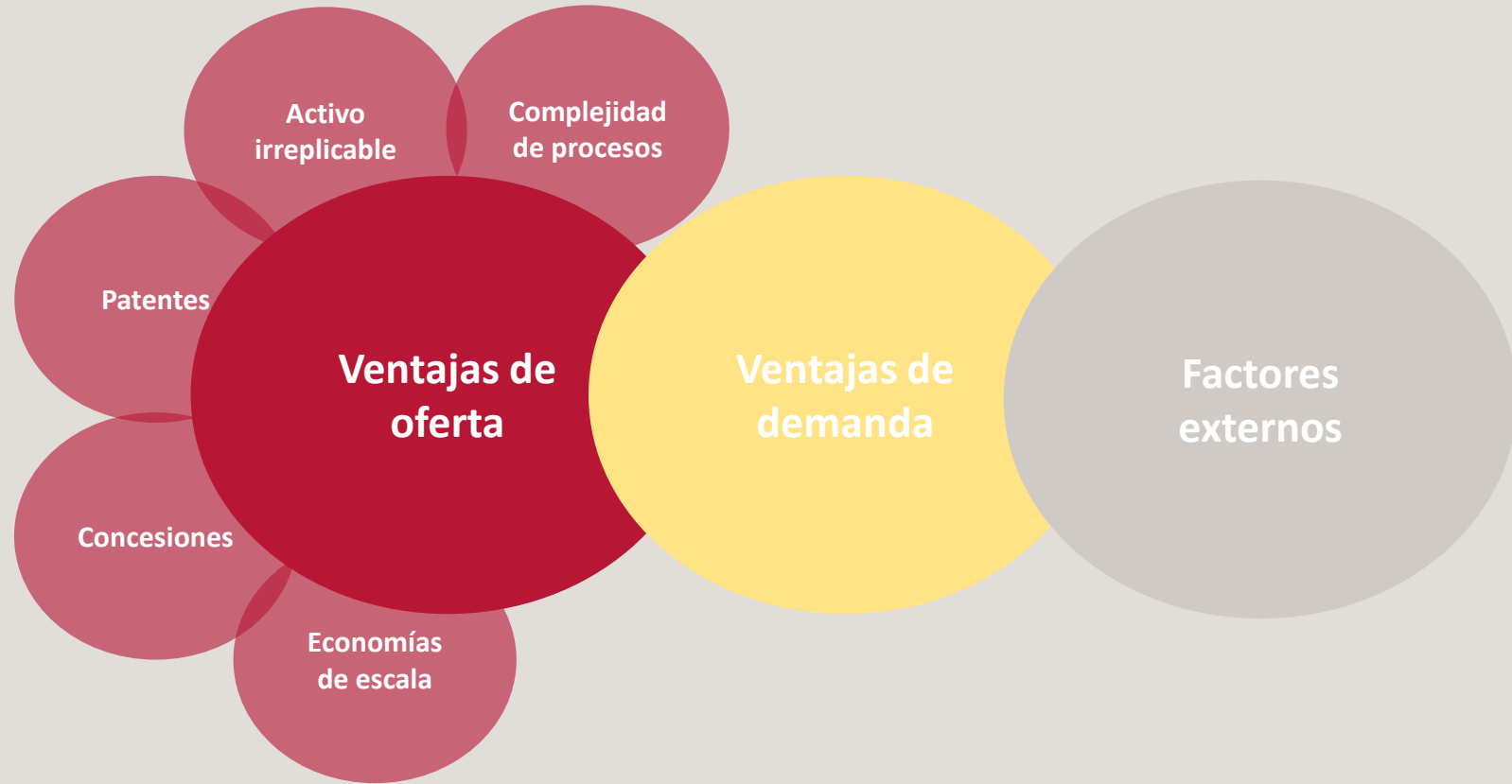
The most important thing to me is figuring out how big a moat there is around the business. What I love, of course, is a big castle and a big moat with piranhas and crocodiles,

Warren Buffett

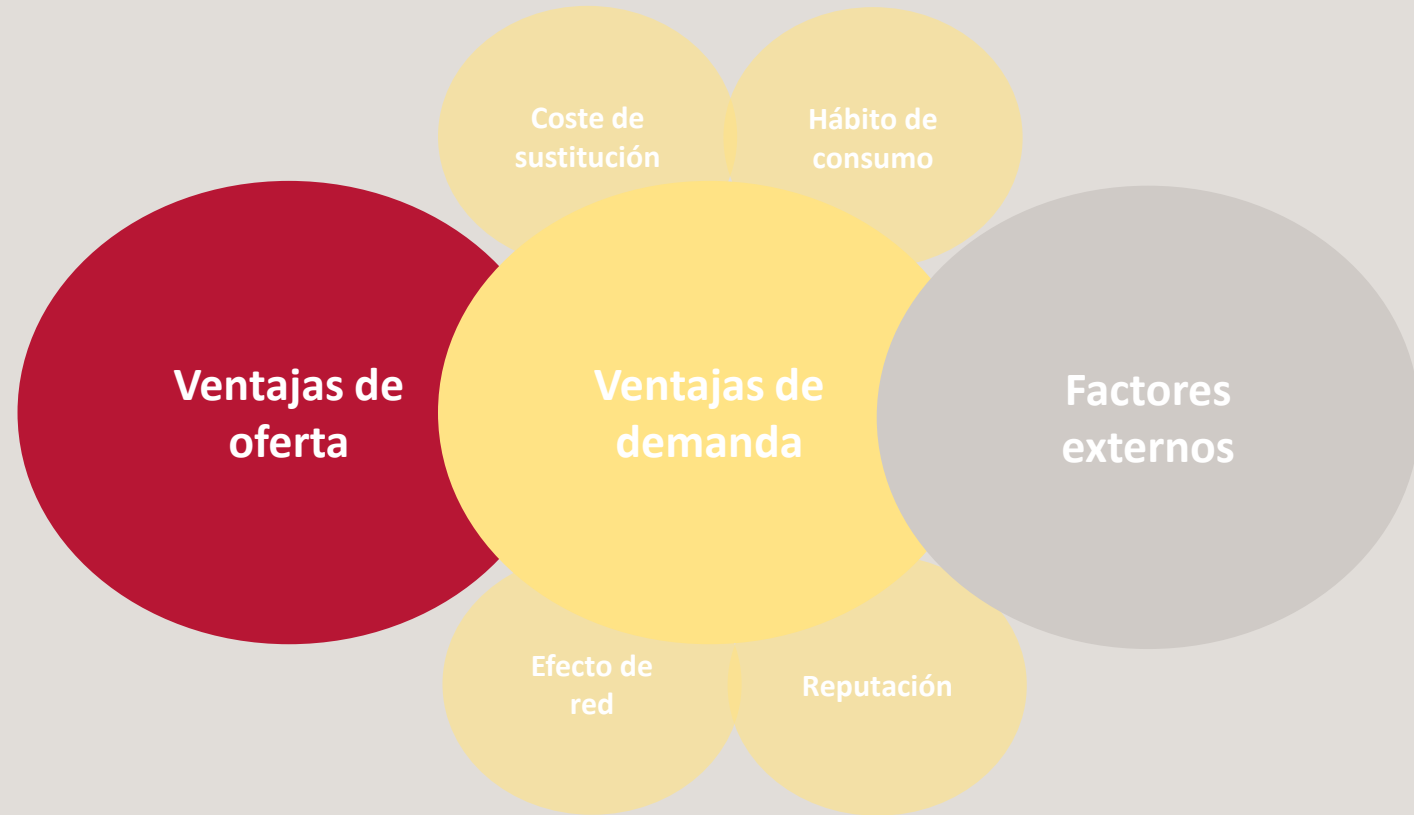
2º principio
El foso



2º principio
El foso



2º principio
El foso



2º principio
El foso



2º principio
El foso

¿En qué ventajas estamos invertidos?



3^{er} principio

La deuda

Horos Value Iberia

El 44% de la cartera tiene **caja neta** hoy y el **56%** en 3 años

Horos Value Internacional

El 55% de la cartera tiene **caja neta** hoy y el **70%** en 3 años

Companies that have no debt can't go bankrupt,

Peter Lynch

3^{er} principio

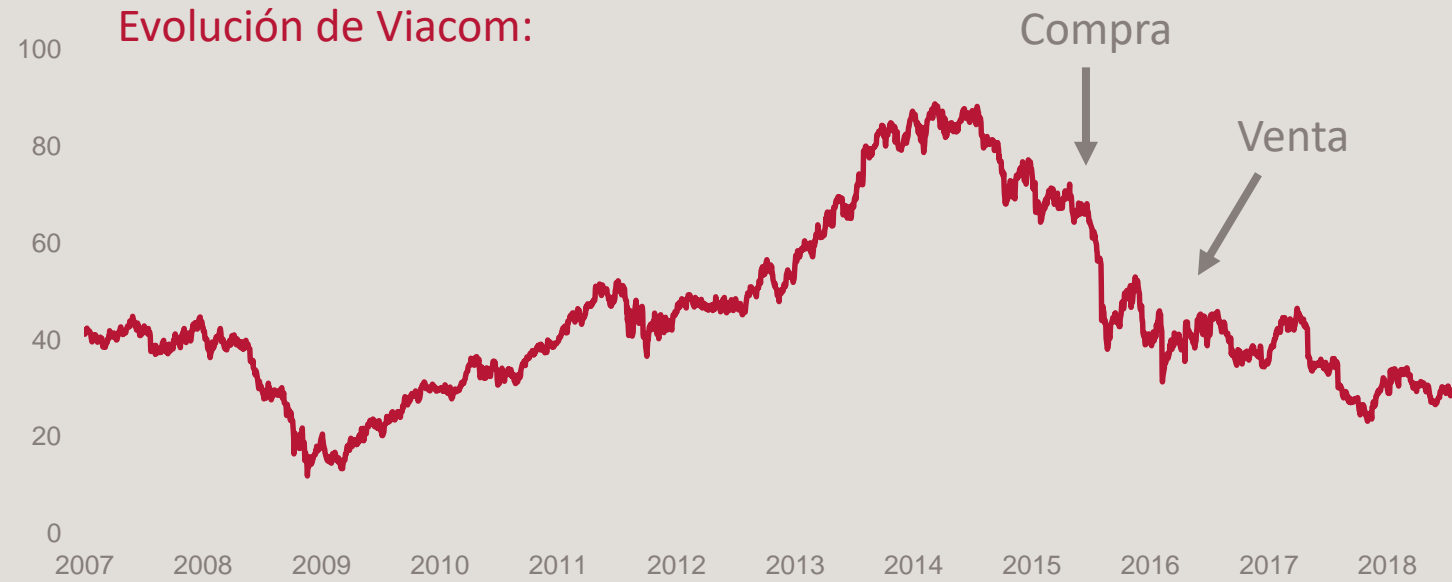
La deuda

¿Cuáles están endeudadas?

El **85%** de las endeudadas son negocios **defensivos** o

cuentan con respaldo de **activos**

3^{er} principio
La deuda



When you combine ignorance and leverage, you get some pretty interesting results,

Warren Buffett

4º principio

*La gestión de
capital*

Lo que no nos gusta... Lar Real Estate SOCIMI

CRITICA LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL

Metagestión sale de Lar Socimi y destapa el malestar entre gestores españoles

El discreto mundo de los fondos de gestión vivió ayer una jornada anodina con una dura carta enviada por Metagestión a sus inversores explicando su decisión de salir de Lar

4º principio

*La gestión de
capital*

LAR Real Estate SOCIMI vs. Equipo gestor (marzo 2014)

5,8% anual vs. **11,6%** anual

LAR Real Estate SOCIMI vs. Hispania (marzo 2014)

4,4% anual vs. **18,1%** anual

LAR Real Estate SOCIMI vs. SOCIMIs (julio 2014)

7,5% anual vs. **19,0%** anual de Hispania

17,5% anual de Axiare

13,8% anual de Merlin

4º principio

La gestión de capital

Lo que sí nos gusta... AerCap

...is another man's gain

	Deal Announced	Deal Closed
Equity consideration	2,432	4,545
Cash consideration	3,000	3,000
Total purchase price	\$5,432	\$7,545
Adjusted ILFC Book Value	11,297	11,297
P/BV (x)	0.48x	0.67x
Debt assumed	21,441	21,441
Deal enterprise value	26,873	28,986
Appraised value of ILFC fleet	~32,000	~32,000
EV/Appraised value	0.84x	0.91x

49

AerCap bought it at a sizeable discount to its already written down book value.

AerCap paid \$3 billion in cash and issued 97.6 million shares to AIG.

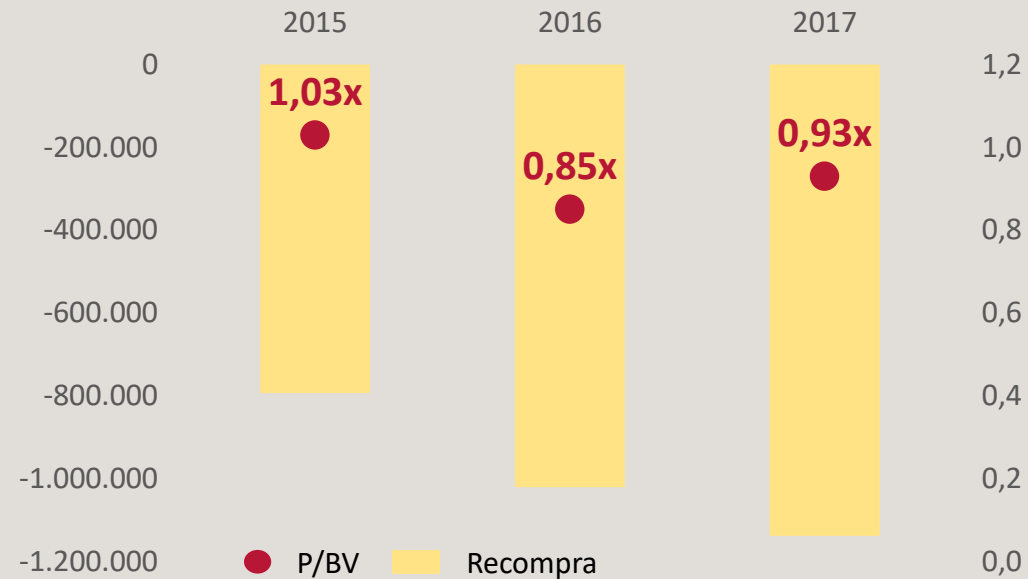
It was a bargain. AerCap paid only 84% of ILFC's appraised fleet value and less than half its adjusted book value.

AerCap adquirió ILFC (AIG) ampliando capital a 1x vs. 0,84x pagado

Fuente: David Einhorn (2015)

4º principio
La gestión de capital

Lo que sí nos gusta... Aercap



Aercap está realizando continuas recompras de acciones a precios atractivos

5º principio

*El margen de
seguridad*



In the building practices of ancient Rome, when scaffolding was removed from a completed Roman arch, the Roman engineer stood beneath. If the arch came crashing down, he was the first to know. Thus his concern for the quality of the arch was intensely personal, and it is not surprising that so many Roman arches have survived,

Paul Rosestein

5º principio

*El margen de
seguridad*

A tener en cuenta...

Modelos **sencillos**

Siempre con **humildad**: existen muy pocas certezas

Busca opciones gratuitas y **convexidad**

5º principio

*El margen de
seguridad*

Modelos sencillos

¿Cuál es el **EV/FCF** normalizado de la compañía dentro de tres años?

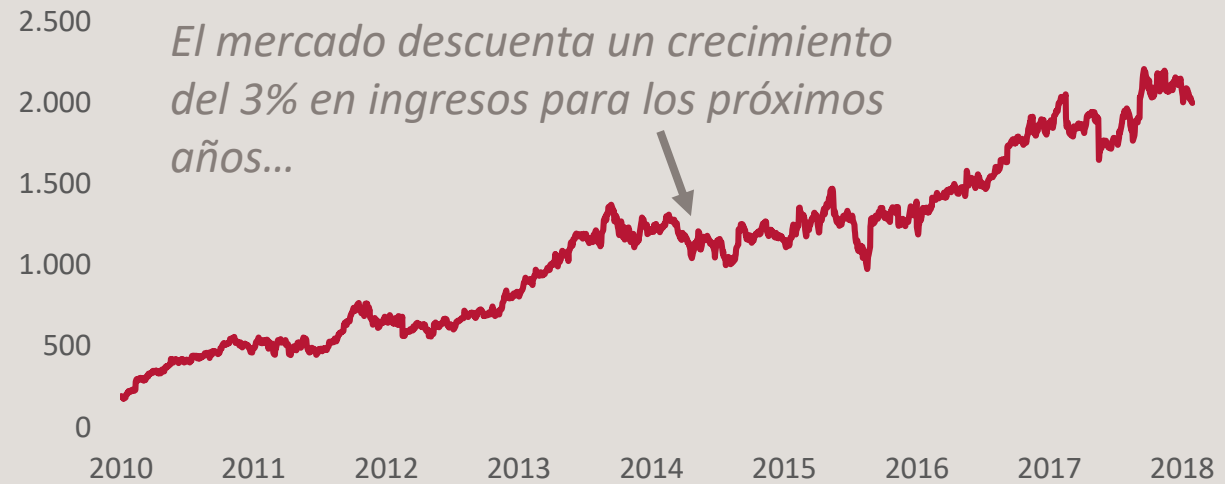
¿A qué **múltiplo de salida** debería cotizar?

Horos Value Iberia cotiza a **8,1x** y Horos Value Internacional a **6,3x**

5º principio
El margen de seguridad

Humildad

¿Qué está descontando el mercado? (Booking.com)

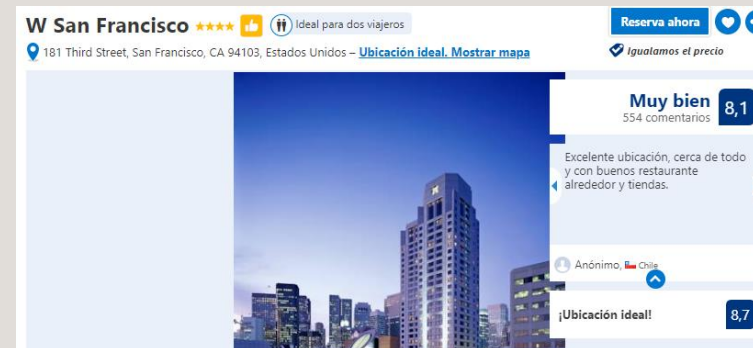
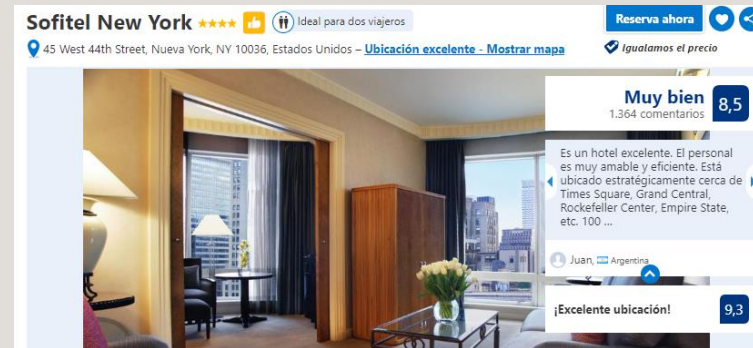


Invert, always invert,

Carl Jacobi

5º principio
El margen de
seguridad

Opciones gratuitas y convexidad (Keck Seng Investments)



Estos dos activos suponen 1,5x el precio actual de la cotización... A lo que habría que sumar activos en Canadá, Vietnam, Japón, China y Macao (25 HKD vs 6 HKD cotización)

Heads I win; Tails I don't lose much,

Monish Pabrai

Nuestros productos

HOROS VALUE IBERIA

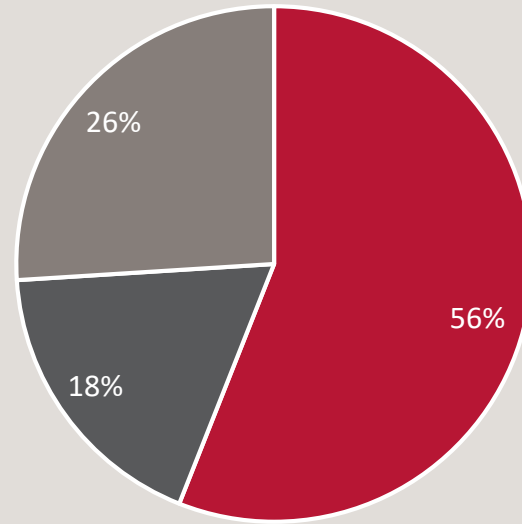
CATEGORÍA
RV España

ALCANCE
España y Portugal

PATRIMONIO
6 millones €

HOROS VALUE IBERIA

Distribución Horos Value Iberia



■ España ■ Portugal ■ Tesorería

DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA FONDO

España	56%
Portugal	18%
Tesorería	26%

RATIO VALOR

EV/FCF	8,1x
Potencial	44%

DISTRIBUCIÓN TEMÁTICA FONDO

Familiar	55%
Olvidada	20%
Otros	25%

HOROS VALUE IBERIA

Top 10 posiciones

Posición	Peso	Potencial	Temática
Horos Value Internacional	6,1%	90%	Otros
Renta Corporación	5,1%	>40%	Empresa olvidada/odiada
Ercros	5,0%	>40%	Empresa olvidada/odiada
OHL	4,7%	>40%	Empresa olvidada/odiada
Sonae Capital	4,6%	>40%	Empresa familiar
Aperam	4,5%	>40%	Empresa familiar
Catalana de Occidente	3,8%	>40%	Empresa familiar
Sonae SGPS	3,3%	>40%	Empresa familiar
Talgo	3,2%	<40%	Otros
Corp. Fin. Alba	3,1%	<40%	Empresa familiar



HOROS VALUE INTERNACIONAL

CATEGORÍA
RV Internacional

ALCANCE
Global

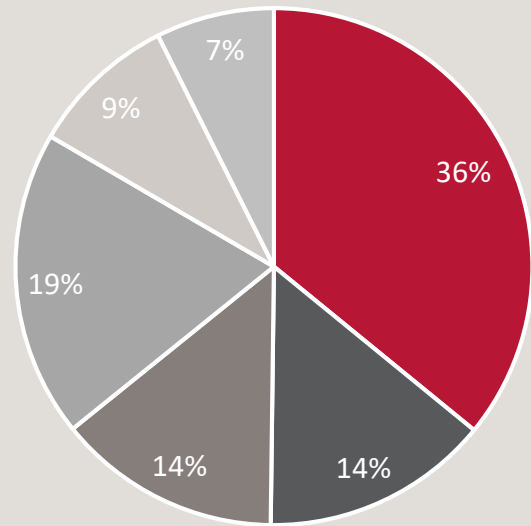
PATRIMONIO
23 millones €

HOROS VALUE INTERNACIONAL

DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA	FONDO
Zona Euro	35,9%
Asia	19,2%
EEUU	14,3%
Liquidez	14,0%
Reino Unido	9,2%
Otros	7,4%

RATIO	VALOR
EV/FCF	6,2x
Potencial	95%

Distribución Horos Value Internacional



■ Zona Euro ■ Estados Unidos ■ Tesorería ■ Asia ■ Reino Unido ■ Otros

DISTRIBUCIÓN TEMÁTICA	FONDO
MM.PP.	23,2%
Emergente olvidado	19,9%
Plataforma	12,6%
Brexit	10,6%
Otros	33,7%

HOROS VALUE INTERNACIONAL

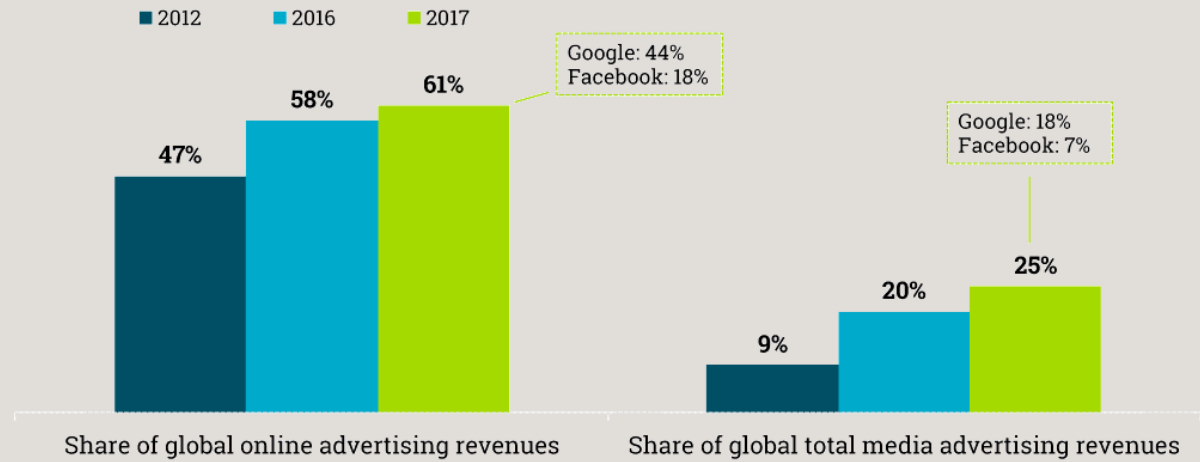
Top 10 posiciones

Posición	Peso	Potencial	Temática
Keck Seng Investments	4,7%	>70%	Olvidada emergentes
Asia Standard International Group	4,6%	>70%	Olvidada emergentes
Aercap Holdings	4,2%	>70%	Otros
Qivi	4,2%	>70%	Olvidada emergentes
Zeal Network	3,9%	>70%	Otros
Naspers	3,6%	>70%	Plataforma tecnológica
Alphabet	3,5%	>70%	Plataforma tecnológica
Outokumpu	3,4%	>70%	Materias Primas
Cameco Cop.	3,4%	>70%	Materias Primas
LSL Property Services	3,3%	>70%	Brexit

Idea de inversión
Alphabet

¿Está dentro de nuestro círculo de competencia?

Google and Facebook's Share of Global Ad Revenues 



Published on MarketingCharts.com in December 2017 | Data Source: WARC
Estimates based on a comparison of company revenues with data in WARC's Adspend Database

*Idea de
inversión
Alphabet*

¿Tiene ventajas competitivas? El efecto de red o el “test del cepillo de dientes”

7 productos con más de 1.000 millones de usuarios



Y otros en camino...



*Idea de
inversión
Alphabet*

¿Tiene ventajas competitivas? La escala

5.500 millones de **búsquedas** al día en Google

50.000 millones invertidos en **Marketing** los últimos 5 años

60.000 millones invertidos en **I+D** los últimos 5 años

85.000 millones en **capex** los últimos 5 años

*Idea de
inversión
Alphabet*

¿Tiene ventajas competitivas?

*Google has a huge new moat. In fact I've probably
never seen such a wide moat,*

Charlie Munger (2009)

I would say that we failed you there,

Charlie Munger (2017)

*Idea de
inversión
Alphabet*

¿Tiene un perfil financiero sólido?

Alphabet cuenta con **100.000** millones de dólares de **caja** neta



*Idea de
inversión
Alphabet*

¿Realiza una gestión de capital adecuada?

Android (2005): **9.050** millones de dólares con patentes Motorola (2011)

Youtube (2006): **1.650** millones de dólares.

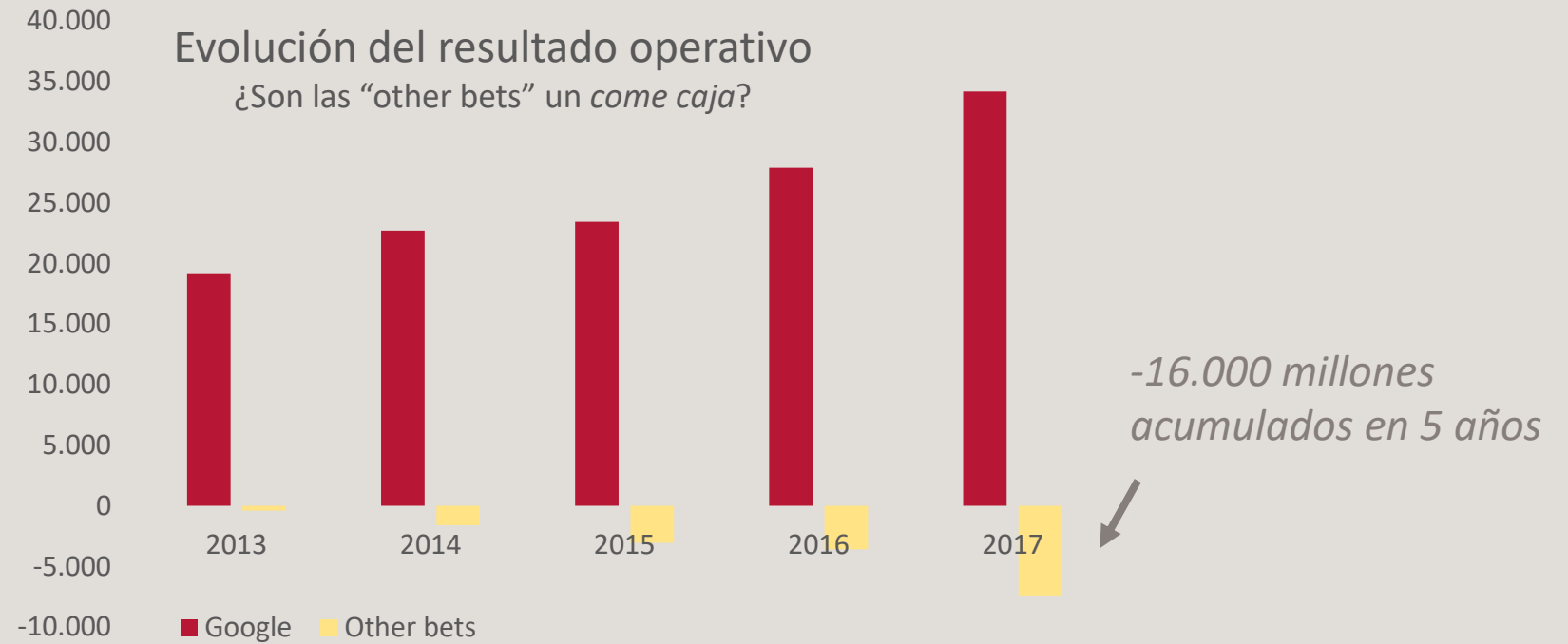
DoubleClick (2007): **3.100** millones de dólares

Nest (2014): **3.750** millones de dólares (incluyendo Dropcam)

Deepmind (2014): **650** millones de dólares

*Idea de
inversión
Alphabet*

¿Realiza una gestión de capital adecuada?



*Idea de
inversión
Alphabet*

¿Realiza una gestión de capital adecuada?

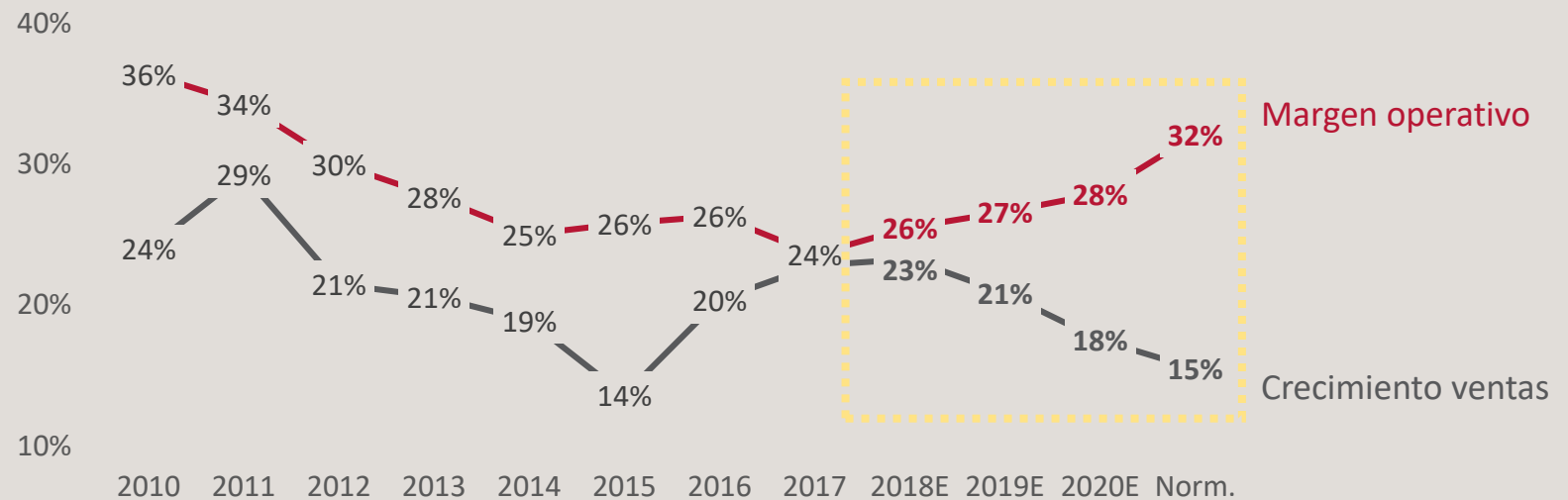


In earlier reports, Bank of America put Waymo's valuation at \$41 billion, Morgan Stanley pegged it at \$70 billion and Jefferies in a range of \$75 billion to \$125 billion.

*Idea de
inversión
Alphabet*

¿Tiene un interesante margen de seguridad?

Valoración tradicional



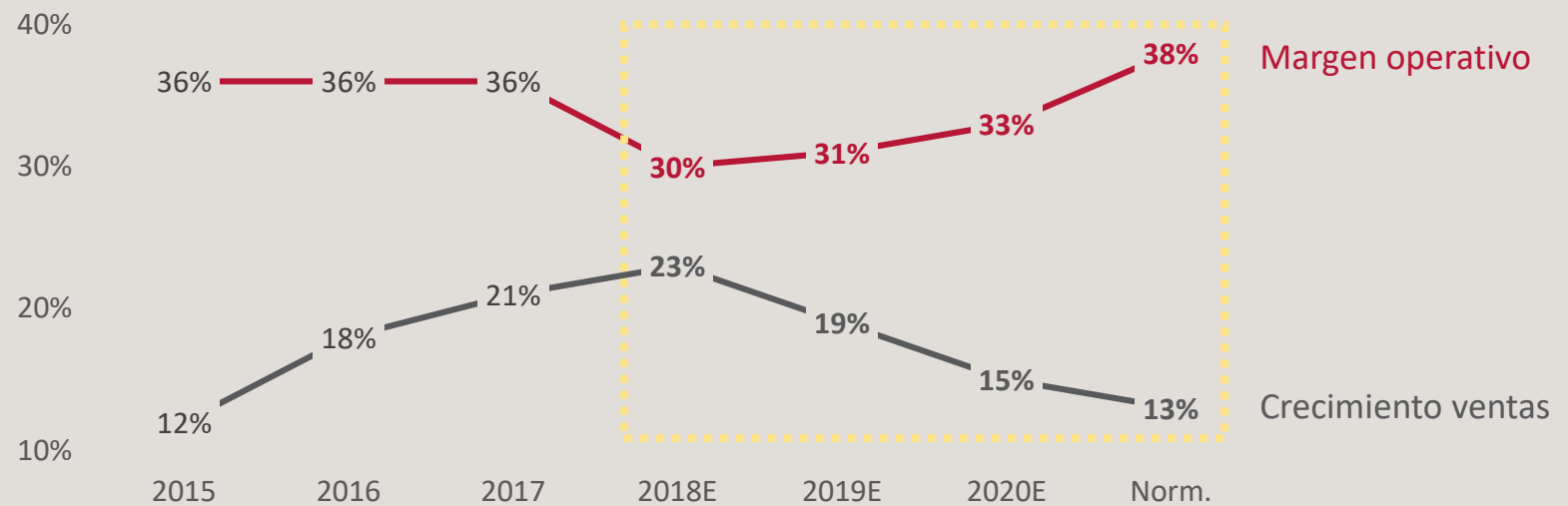
Alphabet cotiza a **12x EV/FCF** (un **50%** de potencial)

*Idea de
inversión
Alphabet*

¿Tiene un interesante margen de seguridad?

Valoración SOTP

Google ex Youtube: **1.050** bln. (18x EV/FCF)



*Idea de
inversión
Alphabet*

¿Tiene un interesante margen de seguridad?

Valoración SOTP

Youtube: **263** bln.

Usuarios: 1.800 millones

Horas por día: 1 hora

Total horas visionadas al año: 657.000 millones

Múltiplo: 40 cent./hora visionada (50% valoración compañías cable. Bill Nygren)

*Idea de
inversión*
Alphabet

¿Tiene un interesante margen de seguridad?

Valoración SOTP

“Other bets”: **26** bln. (20% éxito)

Waymo: 75 bln.

Nest (*): 3,75 bln.

Google Fiber: 2,0 bln.

Verily: 1,6 bln.

Resto (**): 4,0 bln.

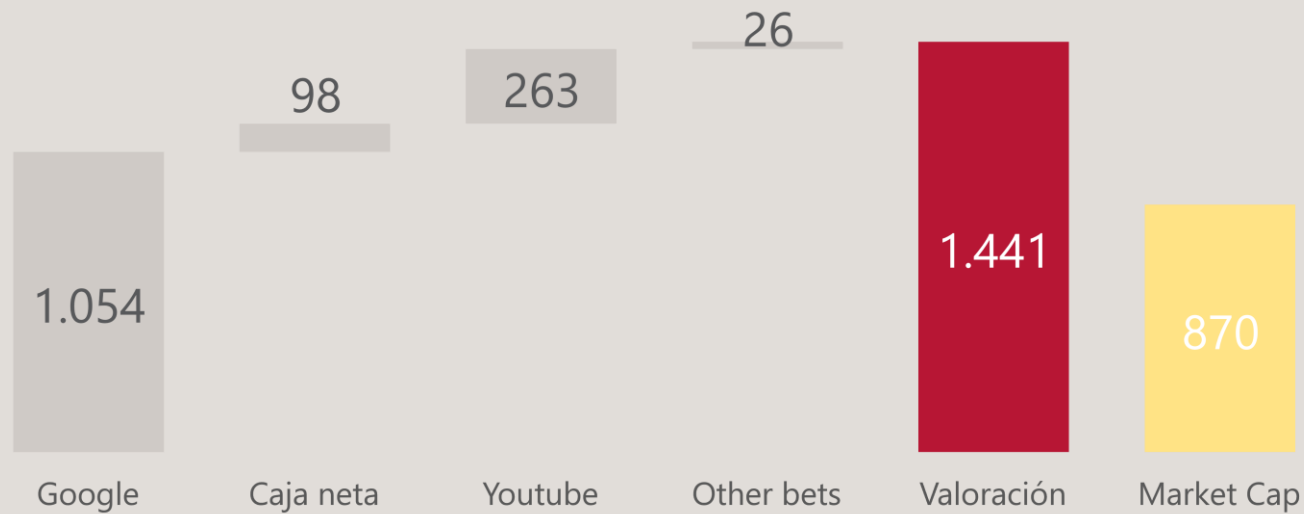
(*) Nest ya no entra en “other bets”

(**) Google Ventures, etc.

*Idea de
inversión:
Alphabet*

¿Tiene un interesante margen de seguridad?

Valoración SOTP



Alphabet tendría por SOTP un **66%** de potencial

Aviso legal

El presente documento está concebido con carácter informativo y en ningún caso constituye un elemento contractual, ni una recomendación, ni asesoramiento personalizado, ni oferta, ni solicitud. Este documento no sustituye al DFI (Documento con Datos Fundamentales para el Inversor), que deberá ser consultado con carácter previo a cualquier decisión de inversión, suscripción o compra o de desinversión y los países en que está registrado el producto para su comercialización en www.horosam.com o a través de los comercializadores autorizados en su país de residencia. Este producto no puede comercializarse a personas estadounidenses o residentes en Estados Unidos. La información legal prevalece en caso de cualquier discrepancia. Para cualquier información puede dirigirse a HOROS ASSET MANAGEMENT S.A. S.G.I.I.C. (Calle Núñez de Balboa nº120, 2º Izq. - MADRID, sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) con el número 263. La inversión en fondos de inversión u otros productos financieros indicados en el presente documento pueden estar sujetos a riesgos de inversión: riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo de tipo de cambio, riesgo de tipo de interés, riesgo por inversión en renta variable y riesgos propios de mercados emergentes. Las rentabilidades del pasado no son indicativas de resultados en el futuro. Cualquier mención a la fiscalidad debe entenderse que depende de las circunstancias personales de cada inversor y que puede variar en el futuro. Es aconsejable pedir asesoramiento personalizado al respecto. HOROS ASSET MANAGEMENT S.A. S.G.I.I.C. no asume responsabilidad alguna por el uso de la información contenida en este documento.

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

Head. Heart. Handcraft |

MÁS INFORMACIÓN EN:

WWW.HOROSAM.COM