

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

OCTUBRE 2018

OCTUBRE 2018

Estimado co-inversor,

Continuamos este mes con la serie de comunicaciones trimestrales iniciada el pasado mes de julio ([leer carta](#)). Si en la pasada carta dedicamos una parte extensa a explicar qué es para nosotros ser un inversor *value*, en esta ocasión nos gustaría profundizar sobre el concepto "margen de seguridad" y, más en concreto, sobre dos situaciones que lo incrementan sustancialmente: la convexidad y las opciones gratuitas.

Adicionalmente, repasaremos los movimientos más destacables de las carteras de los productos que gestionamos y qué podemos esperar de las mismas para los próximos años.

Por último, me gustaría agradecer, como siempre, su confianza en este equipo gestor y en el proyecto de Horos Asset Management. Puede contar con que trabajaremos por responder a sus expectativas y aprovecho para recordarle que, todo el equipo que formamos Horos, estamos a su entera disposición para lo que necesite.

Reciba un cordial saludo,

|———|

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones
Horos Asset Management

¿El que no arriesga no gana?

Se consigue un margen de seguridad cuando se compran acciones a precios suficientemente por debajo de su valor intrínseco para protegernos de errores humanos, mala suerte o extrema volatilidad en un mundo complejo, impredecible y en continuo cambio

— Seth Klarman

Uno de los principios básicos que se enseñan en los módulos de gestión de carteras de casi todas las escuelas de finanzas es que, para maximizar la rentabilidad de nuestras inversiones, se necesita asumir un mayor riesgo. Sin entrar en valorar las medidas de riesgo que suelen utilizarse - podríamos dedicar varios párrafos a explicar por qué la volatilidad, la beta o cualquier otra medida estadística relacionada con la evolución de una acción, no son medidas adecuadas -, esta asunción suele quedar muy arraigada en la mayoría de los inversores, sean profesionales de la industria o particulares. Si lo pensamos un momento, intuitivamente tiene todo el sentido del mundo. ¿Cómo va a ser posible conseguir rentabilidades importantes asumiendo poco riesgo? El que no arriesga no gana, ¿verdad? Sin embargo, al menos en el mundo de la inversión, la realidad es muy diferente: **asumir riesgos es la mejor receta para dilapidar nuestros ahorros.**

No nos equivoquemos, es prácticamente imposible encontrar inversiones en las que no estemos asumiendo algún tipo de riesgo o de incertidumbre. Pese a ello, sí es posible buscar maximizar la rentabilidad, minimizando el riesgo de pérdida *permanente* de capital. La esencia de la inversión *value* es precisamente esa: buscar inversiones que arrojen un suficiente **margen de seguridad**, que nos cubra de posibles errores de análisis o riesgos impredecibles. El margen de seguridad es un concepto "robado" de otras disciplinas académicas, como la ingeniería. De hecho, ya los ingenieros de la antigua Roma aprendieron la virtud de construir puentes con un elevado margen de seguridad. En el momento de retirar los andamios, el ingeniero debía permanecer debajo del puente, con lo que tenía un claro interés en que la arquitectura fuera lo suficientemente resistente para cubrirse de esa potencial pérdida permanente (llevada al extremo en este caso) o errores/riesgos no contemplados inicialmente.

En ocasiones, no muy habituales, encontraremos situaciones en las que este margen de seguridad puede verse ampliado cualitativamente al mejorar la relación rentabilidad-riesgo que hemos mencionado anteriormente. Precisamente, me gustaría centrar el contenido de esta carta en dos de estas atractivas situaciones: la **convexidad** y las **opciones gratuitas**.

La sonrisa de la convexidad

*Las situaciones de convexidad deberían ser aprovechadas;
las cóncavas, evitadas como si fueran la peste*

— Nassim N. Taleb

La convexidad es un concepto matemático popularizado por Nassim N. Taleb en su, muy recomendable, libro "Antifrágil". Sin entrar en grandes complicaciones, Taleb defiende que tenemos que buscar situaciones, tanto en la inversión como en cualquier faceta de nuestras vidas, en las que exista convexidad o, más específicamente, situaciones en las que un poco de sufrimiento pueda generar importantes e incrementales beneficios. Sin ser muy puristas, nosotros hemos simplificado esta idea, tratando de buscar inversiones en las que el **riesgo de pérdida sea muy limitado y el de ganancia esperada muy importante**. Obviamente, este tipo de inversiones no son sencillas de encontrar, pero cuando las encontramos, tenemos claro que hay que apostar con fuerza por ellas.

Éste ha sido el caso de nuestra exposición al **uranio**. Desde el lanzamiento de nuestro fondo Horos Value Internacional (y su réplica aproximada Horos Internacional Pensiones), hemos estado invertidos en este sector a través de la empresa canadiense **Cameco**, uno de los mayores productores de uranio del mundo y con licencia para explotar algunos de los mayores y mejores activos de la industria. Al igual que sucede con el resto de las materias primas, para invertir en compañías de este sector es necesario entender el ciclo del capital del mismo, es decir, analizar la situación de la oferta y demanda de la industria y qué podemos esperar a futuro. De esta manera, podremos hacernos una idea de lo que debería hacer el precio de la materia prima los siguientes años.

Este análisis nos llevó a la conclusión de que la demanda futura de uranio es más positiva de lo que a priori uno podía esperar, dado el sentimiento negativo hacia este tipo de energía, especialmente tras el accidente de Fukushima. Las economías emergentes, lideradas por China e India, necesitan de energía nuclear para poder hacer frente a las necesidades futuras, fruto de su rápido crecimiento y desarrollo económico, por lo que tienen un importante número de reactores nucleares en construcción y un número mayor de reactores planeados para los próximos años. Adicionalmente, Japón está reactivando los reactores nucleares que han conseguido adaptarse a las nuevas exigencias regulatorias.

En cuanto a la oferta, tras años de expansión, fruto de la irrupción de Kazajistán en el mercado o la apertura de Cigar Lake por parte de Cameco, el mercado entró en una situación "anómala", en la que las mineras no reducían su producción, pese a que el precio del uranio no dejaba de caer por el frenazo de la demanda tras Fukushima y la entrada de nueva oferta. El motivo lo encontramos en los contratos de largo plazo firmados por las mineras con las compañías eléctricas demandantes de uranio, a precios muy superiores a los que recogía el precio de mercado. Una vez estos contratos están llegando a su fin, las mineras han visto que la situación no es sostenible y han iniciado una serie de recortes de producción muy significativos. La propia Cameco ha parado indefinidamente la producción de McArthur River, la mayor mina de alto grado del mundo, a la espera de que el precio vuelva a niveles más atractivos.

En este incipiente entorno de restricción de oferta, las compañías eléctricas aún no han sentido la urgencia de volver a firmar contratos de largo plazo. Sin embargo, según vaya consumiéndose el exceso de inventarios que hay en el mercado, tendrán que garantizarse el suministro nuevamente

para los siguientes años, lo que debería presionar al alza el precio del uranio de manera muy importante. Por todo ello, decidimos invertir en Cameco, una de las empresas del sector con mejor perfil financiero y capacidad de generación de caja, equipo gestor de primer nivel y cotizando a precios muy atractivos, con unas asunciones futuras conservadoras para el precio del uranio. Sin embargo, a principios de julio nos replanteamos esta posición, después de "descubrir" otra forma de inversión en este mineral con un riesgo de pérdida mucho más limitado y, dependiendo de las asunciones que uno tenga a futuro, incluso mayor potencial. Hablamos de **Uranium Participation Corporation (UPC)** y **Yellow Cake**, dos compañías que actúan como vehículo de inversión directa en uranio, con el objetivo de almacenar el mineral y venderlo a futuro a precios más elevados.

Lo interesante de estas dos compañías es que limitan, de manera muy importante, el riesgo de pérdida frente a nuestra anterior inversión en Cameco. Por un lado, Cameco ya recogía en su cotización parte de la recuperación esperada para el precio del uranio en nuestro precio de venta. Por otro, tanto UPC como Yellow Cake soportan una estructura de costes muy controlada (gastos de estructura y gestión), por lo que un retraso importante en la subida del precio del uranio impacta mucho menos, que en el caso de una compañía que tiene que asumir los costes operativos (y los riesgos) de la explotación de las minas. Se trata, en definitiva, de **dos inversiones que aumentan la convexidad de nuestra cartera internacional, sin renunciar al potencial de revalorización. Por este motivo, incrementamos nuestra exposición al uranio hasta casi un 8% del fondo, frente al 3% aproximado que teníamos en Cameco.**

El valor de las opciones gratuitas

La "opcionalidad" es un sustituto del conocimiento

— Nassim N. Taleb

El otro gran aliado del margen de seguridad de una inversión, también muy popularizado por Nassim Taleb, son las opciones gratuitas. En esencia, hablamos de situaciones en las que el precio de la acción es tan atractivo para el inversor, que se lleva "gratis" una serie de opciones que puede aumentar aún más su potencial de revalorización. El interés de estas situaciones radica, al igual que en la convexidad (al final, son conceptos íntimamente unidos), en la posibilidad de incrementar la rentabilidad potencial del fondo, asumiendo muy poco riesgo de pérdida.

Uno de los ejemplos más claros que tenemos en cartera sería **Keck Seng Investments**, compañía con sede en Hong Kong y especializada en el sector inmobiliario, especialmente en la adquisición y gestión de hoteles. La empresa cuenta con dos activos hoteleros en Estados Unidos, el Sofitel de Nueva York y el W de San Francisco, cuyo valor teórico es un 20% aproximadamente superior al valor bursátil de Keck Seng, en el momento que escribo estas líneas. Adicionalmente, la compañía es dueña de activos hoteleros en Canadá, Japón y Vietnam. El valor conjunto de estos activos podría ser algo inferior al de los hoteles de Estados Unidos, pero superior también al valor bursátil de Keck Seng. Por tanto, invirtiendo en Keck Seng estaríamos adquiriendo dos hoteles de calidad en Estados Unidos con descuento y nos llevaríamos gratis el resto de los activos hoteleros del grupo,

cuyo valor podría aportar un 100% adicional de potencial a la acción. Una inversión con riesgo muy acotado, gracias a los activos de Estados Unidos, y rentabilidad muy atractiva, gracias al resto de activos hoteleros. Hasta ahora, lo que estamos describiendo es una posición con **convexidad**, similar a la que hemos comentado hace un momento.

¿Dónde está la **opción gratuita** entonces? En Macao. La compañía cuenta con activos residenciales valorados al coste de adquisición de hace quince años, cuando el precio de mercado actual es veinticinco veces superior. No somos especialistas en el mercado inmobiliario de Macao, pero sí estamos convencidos de que el valor de mercado de estos activos es muy superior al contabilizado en su balance. La buena noticia es que, sin saber cuánto pueden valer estos activos a futuro, todo lo que ganemos será sin asumir ningún riesgo y, a precios de mercado, su aportación a la valoración sería incluso superior a la de los hoteles de Estados Unidos.

En definitiva, hablamos de una compañía cuyos activos hoteleros de Estados Unidos ya podrían justificar invertir en ella, en la que nos llevaríamos "gratis" el resto de los activos hoteleros del grupo (convexidad) y con la opción de incrementar sustancialmente la rentabilidad esperada de la inversión, sin aumentar el riesgo, gracias a los activos residenciales Macao. **Esta combinación, tan atractiva, de convexidad y opción gratuita, son las que nos han llevado a situar Keck Seng Investment como una de las principales posiciones de nuestra cartera internacional.**

Actualidad

Este trimestre hemos participado en distintos eventos con la finalidad de dar a conocer nuestra filosofía de inversión. Como siempre nos gusta recalcar, es muy importante que entienda cómo invertimos para que comprenda qué puede esperar de nuestros fondos como partícipe. Por este motivo, en julio colaboramos con la Universidad Complutense de Madrid en el Curso de Verano "Gestión activa de renta variable: las metodologías de inversión que conducen a mejores resultados (teoría y práctica)" que organizó la gestora azValor y en el que explicamos nuestra metodología de inversión ([ver vídeo](#)). Además, en septiembre tuvimos la oportunidad de dar una clase de valoración de empresas en Value School, en la que explicamos nuestra valoración de Tencent Holdings, de la que somos accionistas a través de Naspers ([ver vídeo](#)).

Por otro lado, seguimos añadiendo contenido a nuestro canal de YouTube ([ver canal](#)), con entrevistas que hemos ido realizando para distintos medios, así como nuestras tesis de inversión en algunas de las compañías que tenemos en cartera. En concreto, nuestro gestor Miguel Rodríguez ha publicado un vídeo en el que habla de nuestra inversión en la empresa portuguesa Ibersol ([ver vídeo](#)). A futuro iremos añadiendo nuevo contenido que esperamos sea de valor añadido.

Por último, nos llena de alegría ver que la familia de Horos sigue creciendo, después de cinco meses de andadura. Ya contamos con más de 1.500 partícipes y cerca de 38 millones de euros bajo gestión. Gracias a todos por su confianza. Me gustaría agradecer, también, a Juanjo Ferrer su



aportación estos meses al proyecto de Horos. Le deseamos la mayor de las suertes en su futuro, tanto a nivel profesional, como personal.

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 trimestre ha sido del -4,6%, frente al -2,0% de su índice de referencia. Desde su constitución el 21 de mayo, hasta el 30 de septiembre, la rentabilidad acumulada del fondo es del -2,3%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un -5,2%. Los resultados obtenidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta.

En este periodo, el valor que más positivamente ha contribuido es **Ercros**. La compañía productora de derivados de cloro sigue beneficiándose de su posicionamiento en un sector que aún sufre por la crisis de los últimos años que llevó a cierres de capacidad y, adicionalmente, por las exigencias regulatorias en los procesos productivos, que han obligado a cambiar la tecnología de mercurio por la de membrana y que no todos los jugadores de la industria han podido realizar.

En el lado negativo, destacan tres compañías de manera importante: **OHL, Sonae Capital y Renta Corporación**. Mientras que en las dos últimas no hemos encontrado motivos que justifiquen este mal comportamiento, en OHL la tesis de inversión ha sufrido un importante deterioro. Por un lado, la compañía anunció en la publicación de resultados del segundo trimestre unas pérdidas (no esperadas) de 77 millones de euros, por sobrecostes vinculados a uno de los proyectos *legacy* (proyectos problemáticos de hace años) aún pendientes de terminar. Por otro, aunque ya en octubre, OHL vendió sus activos de Mayakobá por 88 millones de euros, cuando su valor en libros rondaba los 150 millones. Obviamente no estamos nada satisfechos con la evolución del valor, ni con las pérdidas que está suponiendo, hasta ahora, esta inversión. Aunque no hemos incrementado el peso con las caídas y el margen de seguridad (potencial) se ha visto reducido de manera muy relevante, pensamos que el precio al que cotiza la acción descuenta un escenario excesivamente negativo. De ahí, que sigamos invertidos en la compañía.

La cartera del fondo ha tenido dos entradas nuevas en el trimestre (Meliá Hoteles, de la que hablamos más adelante, y Elecnor) y ninguna salida.

Elecnor es una compañía gestionada y controlada (52% del accionariado) por diez familias desde hace sesenta años. El negocio está focalizado en dos líneas. Por un lado, la ingeniería de proyectos e infraestructuras y, por otro, la explotación de parques eólicos y las concesiones de transmisión eléctrica. Elecnor cuenta con uno de los equipos más valorados de su sector, tanto por clientes como por la propia competencia. Nos parece que la valoración actual de la compañía no recoge la calidad de sus activos (las concesiones de transmisión eléctrica en Chile, por ejemplo, son

irreplicables), ni tampoco un modelo basado en maximizar la rentabilidad de los proyectos sin incurrir en el endeudamiento para crecer.

A cierre de trimestre, **el potencial teórico del fondo para los próximos tres años se sitúa en torno al 52%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada del 14,9%. 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 30 de septiembre, la cartera de Horos Value Iberia está formada por 27 valores y concentrada en dos temáticas relevantes. Por un lado, cerca del **61%** 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) y con precios aún atractivos en un mercado cada vez más difícil de invertir.

La segunda temática (**17%**) 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 (5,6%)**. 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 en el **11%**.

Principales posiciones

Sonae Capital (6,2%, familiar): 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.

Meliá Hoteles (6,2%, 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 (6,1%, 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.

OHL (5,4%, olvidada): ya comentada.

Talgo (4,8%, familiar): compañía especializada en el diseño, fabricación, desarrollo tecnológico y mantenimiento de material rodante, especialmente trenes de alta y muy alta velocidad, así como coches de pasajeros. Talgo subcontrata las partes menos críticas de la fabricación de sus vehículos, lo que hace que tenga menos necesidades de inversión y aumente su capacidad de generación de caja. Los inversores están penalizando la ausencia de nuevos pedidos firmados por la compañía, lo que resta visibilidad futura en la actualidad. Sin embargo, los contratos de mantenimiento cubren gran parte del valor actual de la compañía, por lo que el escenario descontado por el mercado nos parece excesivamente negativo.

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 -3,4%, frente al 4,8% de su índice de referencia. Desde su constitución el 21 de mayo, hasta el 30 de septiembre, ha sido del -3,6%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un 3,2%. En el caso de Horos Internacional PP, la rentabilidad ha sido del -4,3%. 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 **Uranium Participation Corporation (UPC)**, **Yellow Cake** y **EnSCO**, beneficiadas por la importante apreciación del uranio y del petróleo en el periodo.

En el lado negativo, destacan **OHL** e **IWG**. En el caso de OHL la tesis de inversión ha sufrido un importante deterioro. Por un lado, la compañía anunció en la publicación de resultados del segundo trimestre unas pérdidas (no esperadas) de 77 millones de euros, por sobrecostes vinculados a uno de los proyectos *legacy* (proyectos problemáticos de hace años) aún pendientes de terminar. Por otro, aunque ya en octubre, OHL vendió sus activos de Mayakobá por 88 millones de euros, cuando su valor en libros rondaba los 150 millones. Obviamente no estamos nada satisfechos con la evolución del valor, ni con las pérdidas que está suponiendo, hasta ahora, esta inversión. Aunque no hemos incrementado el peso con las caídas y el margen de seguridad (potencial) se ha visto reducido de manera muy relevante, pensamos que el precio al que cotiza la acción descuenta un escenario excesivamente negativo. De ahí, que sigamos invertidos en la compañía.

IWG, por su parte, ha presentado una mala evolución bursátil tras el rechazo de Mark Dixon, Consejero Delegado y principal accionista, a todas las OPAs recibidas por la compañía los últimos meses. Nuestra tesis de inversión, con OPA o sin ella, sigue siendo la misma. Pese a que el entorno competitivo cada vez es más duro para el negocio de espacios para trabajo compartidos, con la aparición de nuevos jugadores como WeWork, pensamos que según maduren los nuevos centros se verá la verdadera capacidad de generación de caja de la compañía. Adicionalmente, no llegamos a comprender cómo WeWork se valoró en la última transacción a un precio casi quince veces superior a la capitalización de IWG, cuando WeWork no genera ni un euro de efectivo.

La cartera internacional ha tenido tres entradas significativas (UPC, Yellow Cake y Meliá Hoteles) y tres salidas (Cameco, Pershing Square Holdings y Técnicas Reunidas) en el periodo.

UPC y Yellow Cake son dos vehículos de inversión que compran y almacenan uranio, para su posterior venta. Dadas nuestras positivas perspectivas para el precio del uranio y la limitada estructura de costes de estos vehículos, **hemos decidido invertir cerca de un 8% de la cartera en ambas compañías y liquidar nuestra inversión en Cameco**. Aunque el grupo minero de uranio canadiense sigue gozando de un importante potencial de revalorización, pensamos que el binomio rentabilidad-riesgo es más atractivo con UPC y Yellow Cake en estos momentos.

Meliá Hoteles es un 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.

En cuanto a **Pershing Square** y **Técnicas Reunidas**, la salida se produce al encontrar otras oportunidades más atractivas para invertir, como las que acabamos de detallar.

A cierre de trimestre, **el potencial teórico de la estrategia internacional para los próximos tres años se sitúa en torno al 102%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada del 26,4%. 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 34 valores y con cuatro temáticas que aglutinan el grueso de la misma. La principal está compuesta por **compañías vinculadas a las materias primas (22%)**, especialmente uranio y acero inoxidable. Otro bloque importante es el que engloba a **valores emergentes olvidados (18%)** o poco seguidos por la comunidad inversora, fundamentalmente de Asia. La inversión en **plataformas tecnológicas (12%)** 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 **8%**.

Principales posiciones

Keck Seng Investments (5,0%, 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 próxima 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.

Zeal Network (4,3%, otros): se trata de una compañía especializada en el negocio de loterías online, con el grueso del negocio en el mercado alemán. Tras la prohibición en 2008 de la publicidad online en ese mercado, Zeal Network se convierte en operador secundario de loterías en Reino Unido. Desde enero de 2015, el regulador alemán reclama que la compañía debe pagar el IVA por la venta de servicios prestados electrónicamente (como la lotería) en Alemania, lo que ha situado la valoración de la compañía en niveles muy deprimidos, que descuentan con creces el peor escenario posible para el valor.

Aercap Hodlings (4,2%, 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.

Uranium Participation Corporation (4,2%, materias primas): ya comentada.

Asia Standard International (3,9%, 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. El estar participada por otras empresas cotizadas de la familia Poon, así como una valoración contable de los activos a coste de adquisición muy alejada de la realidad, propician una infravaloración extraordinaria en este valor.