

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

ENERO 2020

ENERO 2020

Estimado co-inversor,

Finalizamos un año que ha estado marcado, como sabe, por una (muy) elevada volatilidad en los mercados, causada por las incertidumbres políticas y económicas globales. Como hemos recalcado en las cartas anteriores, este entorno ha generado una huida de los inversores hacia las compañías con negocios más estables o hacia aquellas que están más de moda. El resultado está siendo un encarecimiento continuado de estas empresas frente a las de menor tamaño o con negocios más cíclicos.

El último trimestre de 2019 ha revertido, ligeramente, esta tendencia, lo que ha supuesto un soplo de aire para aquellos que, como nosotros, invertimos en aquellos valores cuyo precio arroja un elevado margen de seguridad y que son, precisamente, los menos populares en este contexto de incertidumbre. Posiblemente, los avances en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, o la posible consecución del *brexit* de Reino Unido, expliquen este reciente cambio de sentimiento.

Sin embargo, las discrepancias en las valoraciones siguen siendo muy acusadas y seguimos convencidos de que nuestra cartera es la más adecuada para generar rentabilidades satisfactorias y sostenibles *en el largo plazo*, como demuestran sus elevados potenciales de revalorización. Somos conscientes de que, en ocasiones, es difícil convivir con esta volatilidad. Por eso, le agradecemos enormemente su confianza. Estamos seguros de que el tiempo acabará dando sus frutos.

Mis mejores deseos para este 2020.

Reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones
Horos Asset Management

La importancia de la flexibilidad mental

Una mente dubitativa e incierta lleva a visiones originales del mundo y a la posibilidad de realidades nuevas y cambiantes.

— Michael Shermer

En el año 2002, Donald Rumsfeld, el antiguo Secretario de Defensa del presidente George W. Bush, en una sesión informativa del Departamento de Defensa en la que se le cuestionaba sobre la Guerra de Irak y la falta de evidencia de la venta de armas de destrucción masiva de este país a grupos terroristas, comentó lo siguiente:

*Los informes que hablan de algo que no ha ocurrido, siempre me resultan interesantes, porque como sabemos, existen **certezas conocidas**: hay cosas que sabemos que conocemos. También sabemos que existen **incertidumbres conocidas**, esto es, hay cosas que sabemos que no conocemos. Sin embargo, también hay **incertidumbres desconocidas** – las que no sabemos que no conocemos. Y si uno mira a lo largo de la historia de nuestro país y de la de otros países libres, es la última categoría la que tiende a ser la que engloba las situaciones más complicadas.¹*

Aunque, en aquel momento, esta especie de galimatías sonó ridículo, especialmente para los críticos de la Administración de Bush, la realidad es que esta terminología se fue popularizando, principalmente en el mundo de la estrategia empresarial, al constituir una interesante matriz de decisión. En el mundo de la inversión el empujón definitivo se lo daría Nassim N. Taleb, al que ya hemos citado en ocasiones anteriores, con su libro "El Cisne Negro". En concreto, y sin profundizar demasiado en el concepto, Taleb definió un **cisne negro** como aquel suceso altamente improbable que se engloba dentro de la categoría de incertidumbres desconocidas:

*Un cisne gris se engloba dentro de los eventos extremos modelables, mientras que **un cisne negro versa sobre incertidumbres desconocidas**.²*

¹ La negrita se ha añadido al texto. El párrafo es una traducción libre de "Reports that say that something hasn't happened are always interesting to me, because as we know, there are known knowns; there are things we know we know. We also know there are known unknowns; that is to say we know there are some things we do not know. But there are also unknown unknowns—the ones we don't know we don't know. And if one looks throughout the history of our country and other free countries, it is the latter category that tend to be the difficult ones". DoD News Briefing - Secretary Rumsfeld and Gen. Myers (12 de febrero del 2002).

² La negrita se ha añadido al texto. La frase es una traducción libre de "A gray swan concerns modelable extreme events, a black swan is about unknown unknowns". Taleb, Nassim N. (2008): *The Black Swan, The Impact of the Highly Improbable*. Great Britain: Penguin Books.

Los inversores *value* solemos decir que, a la hora de elegir dónde buscar oportunidades de inversión, debemos limitarnos, únicamente, a aquellas industrias y negocios que estén dentro de nuestro **círculo de competencia**, es decir, aquello que se comprende y que, de manera razonable, se puede prever cuál será su situación en un futuro cercano. O, dando la vuelta al razonamiento, si uno no es capaz de visualizar la situación de una compañía y de su industria en unos años, entonces es mejor que evite invertir allí. Si utilizamos el clásico símil de la pesca, habrá ríos y tipos de peces donde nuestras capacidades marquen la diferencia. Sin embargo, en muchas ocasiones, tendremos que asumir que **no todos los ríos ni todos los peces están hechos para nosotros**.

A tenor de lo comentado hasta ahora, una manera alternativa de interpretar nuestro círculo de competencia podría ser la de pensar que está formado por aquello que sabemos que conocemos, es decir, por nuestras *certidumbres conocidas*. Mientras que aquello que sabemos que no conocemos (*incertidumbres conocidas*) y aquello que ni sabemos que no conocemos (*incertidumbres desconocidas*) se situaría fuera de nuestro círculo de competencia.

En un mundo ideal tendríamos una certeza absoluta sobre cuál es nuestro verdadero conocimiento de las cosas y podríamos delimitar de manera perfecta este círculo (lo que sabemos que conocemos). Sin embargo, la realidad rara vez se ajusta a lo que nos gustaría que fuera. Por este motivo, es fundamental ser intelectualmente lo más honestos que nos sea posible, para no caer en esa trampa mental tan peligrosa llamada **ilusión del conocimiento**. De esta manera, evitaremos invertir en situaciones cuyos riesgos no somos capaces de acotar, por mucho que nos empeñemos en ello:

Si participas en juegos donde otros tienen más capacidades que tú, vas a perder. Tienes que descubrir dónde está tu ventaja y jugar dentro de tu círculo de competencia.³

Ahora bien, aunque suele hacerse (un justificado) hincapié en lo necesario que es tratar de no extralimitarnos de las fronteras de nuestro verdadero círculo de competencia, no podemos caer en la complacencia de pensar que el mundo no se mueve y evoluciona fuera de él. Esta forma de actuar solo nos convertirá en mayores ignorantes, porque las incertidumbres desconocidas seguirán aumentando por el simple paso del tiempo y, nos guste o no, afectarán a lo que creemos que sabemos, **haciéndonos caer, precisamente, en esa ilusión de conocimiento que**

³ La frase es una traducción libre del siguiente comentario de Charlie Munger: "If you play games where other people have the aptitudes and you don't, you're going to lose. (...) You have to figure out where you've got an edge. And you've got to play within your own circle of competence". Extraído de "Understanding your Circle of Competence: How Warren Buffett Avoids Problems" (Farnam Street Blog)

intentamos evitar. La tecnología o, más bien, sus avances representan un buen ejemplo de todo esto.

Como saben los que nos siguen desde hace tiempo, llevamos años recalcando la importancia de tener muy presente los avances tecnológicos en el proceso de análisis de las industrias y compañías. Este proceder nos ha permitido, en nuestra humilde opinión, fortalecer nuestro círculo de competencia, aumentando nuestro convencimiento sobre lo que creemos saber y, en consecuencia, invertir (o evitar) en aquellas situaciones en las que estamos más convencidos sobre el impacto de la tecnología. En concreto, nuestro análisis trata de estimar qué jugadores (conocidos como "disruptores", por alterar el funcionamiento tradicional de una industria) se beneficiarán más de estos desarrollos, cuáles aún resisten al envite tecnológico y, por último, qué empresas debemos evitar, al peligrar su negocio por este cambio de paradigma.

Hace tiempo que el mantra de no invertir en compañías tecnológicas, arraigado tradicionalmente en los inversores de filosofía *value*, dejó de tener su razón de ser. El propio decano de esta filosofía de inversión y principal detractor histórico de la inversión en tecnología, Warren Buffett, mantiene a la empresa Apple como la principal inversión cotizada en su *holding* Berkshire Hathaway y, hace unos años, tanto su socio Charlie Munger como él, admitieron el gran error que cometieron al no haber invertido en Google:

Podíamos ver en nuestros propios negocios lo bien que funcionaba el producto de publicidad de Google y, sencillamente, nos quedamos quietos chupándonos el dedo, así que estamos avergonzados.⁴

Por este motivo, nuestro trabajo como inversores en Horos es intentar construir una cartera que cuente con negocios que, además de cumplir con nuestros principios de inversión, no se estén viendo significativamente afectados por los avances tecnológicos, así como por compañías que se estén beneficiando de estos. En el primer grupo, sin entrar en las particularidades de cada caso, podrían englobarse nuestras inversiones en negocios de materias primas, inmuebles o financieras. En el segundo grupo, se encuentran nombres como Alphabet, Naspers y Baidu. Ser accionistas de estas últimas nos ha permitido, entre otros, comprender el ecosistema tecnológico chino y sus posibles ventajas frente al de Occidente, y ayudado a invertir en unas compañías y descartar otras, en función del impacto de

⁴ El texto es una traducción libre de: "We could see in our own operations how well that Google advertising was working and we just sat there sucking our thumbs, so we are ashamed". La Roche, Julia (4 de mayo de 2019). "Why Warren Buffett feels worse about missing Google than Amazon". Yahoo Finance

estos gigantes tecnológicos en sus industrias. Dedicaremos el resto de la carta al caso chino, al ser, a nuestro entender, muy ilustrativo.

La nueva carrera espacial

Para la gente de aquí, las victorias de AlphaGo fueron, a la vez, un reto y una inspiración. Se convirtieron en el "Momento Sputnik" de la inteligencia artificial.

— Kai-Fu Lee

El 4 de octubre de 1957, la antigua Unión Soviética puso en órbita el Sputnik 1, el primer satélite artificial de nuestra historia. Aquel momento sacudió a la sociedad americana, hasta entonces convencida de su superioridad tecnológica y espacial a nivel mundial. Este suceso acabaría siendo bautizado como el **"Momento Sputnik"**, al despertar a los americanos de su letargo, dando un fuerte impulso a la Carrera Espacial, cuyo culmen sería la llegada de Neil Armstrong a la Luna y la constatación del liderazgo para Estados Unidos.

Sesenta años después, en mayo de 2017, **AlphaGo** (un programa de ordenador de inteligencia artificial desarrollado por DeepMind, compañía filial de Google) batió a Ke Jie, el mejor jugador de Go del mundo.⁵ Este juego milenario, mucho más antiguo que el ajedrez, cuenta con un tablero que encierra una combinatoria posible de jugadas superior a los átomos del universo, lo que convertía en "imposible" el que una máquina pudiera batir a un humano. Pues bien, lo imposible sucedió y fue visto por casi 300 millones de ciudadanos chinos, grandes aficionados a este juego, generando una especie de "Momento Sputnik" para el país. Poco después, **el gobierno chino anunciaría su objetivo para 2030, de convertir al país en la mayor potencia de inteligencia artificial del mundo.**⁶

Seguramente se encuentre entre los que piensan que es un objetivo excesivamente ambicioso, por no decir descabellado. Hoy, Estados Unidos es la mayor potencia tecnológica del mundo y, obviamente, su liderazgo en el desarrollo de la inteligencia artificial no es una excepción. Empresas como Amazon, Google, Microsoft o Facebook aseguran una continuidad a futuro, ¿verdad? ¿O acaso el plan del

⁵ Un año antes, en marzo de 2016, AlphaGo batiría también al surcoreano Lee Se-dol, uno de los mejores jugadores de Go de los últimos tiempos. El duelo sería inmortalizado por el excelente documental "AlphaGo" de Netflix.

⁶ "Notice of the State Council Issuing the New Generation of Artificial Intelligence Development Plan". State Council Document [2017] No. 35

gobierno chino tiene más sustancia de lo que podríamos inicialmente pensar? Para responder a esta cuestión tenemos que comprender, primero, en qué momento de la inteligencia artificial nos encontramos.

Según Kai - Fu Lee, uno de los mayores expertos de inteligencia artificial del mundo y autor del libro "Superpotencias de la inteligencia artificial: China, Silicon Valley y el nuevo orden mundial", la inteligencia artificial está entrando en lo que él denomina la **era de la implementación**, después de muchos años en la era de las capacidades. Esta última concentró todo el desarrollo de la inteligencia artificial (su "creación"), por lo que el ingrediente esencial para su dominio era el capital humano muy especializado. Como los mejores ingenieros y programadores se concentraban, fundamentalmente, en Estados Unidos, este país ha sido el líder indiscutible del periodo. Sin embargo, en la era actual en la que nos estamos adentrando, el capital humano, aun siendo relevante, dejará de ser tan fundamental. Entramos en una fase en la que se busca implementar estos desarrollos de inteligencia artificial y convertirlos en escalables. Por este motivo, la capacidad computacional y, muy especialmente, el llamado **big data** (datos a gran escala) son las variables que más marcarán la diferencia en la mejora de los algoritmos. Precisamente, este es uno de los motivos por los que China puede inclinar la balanza a su favor frente a Estados Unidos, como veremos más adelante.

Por otro lado, como hemos mencionado hace un momento, el gobierno chino tiene el objetivo de conseguir el liderazgo mundial en la inteligencia artificial. Para ello, ha puesto en marcha todo el engranaje del país en esa dirección, **incentivando a las autoridades locales** de todas las provincias a facilitar su implementación, mediante medidas como incentivos fiscales, subsidios al alquiler para las empresas de nueva creación, financiación favorable o, en casos más extremos, hasta desplazar un vecindario entero a otra dirección para relocalizar el centro tecnológico de la ciudad. Posiblemente, ningún país cuente con un plan de incentivos para su implementación tan agresivo y de mayor escala.

Por último, **las particularidades de la sociedad china en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la propiedad intelectual, así como la adopción masiva de los dispositivos móviles, generan un círculo virtuoso inigualable.** En las próximas secciones veremos por qué.

El Salvaje Oriente⁷

Un consejo, chico. Esto puede ser como el Salvaje Oeste, pero tú no eres un vaquero. Ni siquiera eres un chico vestido de vaquero.

— Caitlin Kittredge

Al contrario de lo que aún podemos pensar en Occidente, hace tiempo que China superó esa fase en la que copiaba, con mayor o menor fortuna, los modelos de negocio de las empresas occidentales. Una fase, por otro lado, irremediable y necesaria para el gigante asiático. Pensemos que, a finales de los años 90, Estados Unidos contaba con una penetración de internet del 30% de su población, cuando en China era prácticamente inexistente. Según China fue industrializándose y desarrollándose, los empresarios del país comenzaron a buscar modelos que habían funcionado en otros países, para tratar de implementarlos (literalmente) a su imagen y semejanza.

Un ejemplo elocuente lo encontramos en la figura de **Wang Ching**, al que se bautizó con el significativo apodo de "El Clonador". Wang copiaría absolutamente todo de Facebook y Twitter para lanzar Xiaonei (posteriormente Renren) y Fanfou. En 2008, Renren era la plataforma social líder en el país asiático. Sin embargo, su trono se vio amenazado por la irrupción de un nuevo competidor, llamado Kaixin001, cuya plataforma, como novedad, integraba videojuegos. Pese a ello, Kaixin001 adolecía de un problema que terminó siendo su perdición. El dominio web Kaixin estaba ya registrado y, al ser una empresa aún con pocos recursos, no tenía capacidad para adquirirlo, por lo que tuvo que utilizar el particular nombre de Kaixin001. Renren, líder indiscutible del país y con mucho más músculo financiero, adquirió el dominio Kaixin. Por si no fuera suficiente, copió de manera exacta el interfaz de Kaixin001 y, haciendo gala de una competencia sin escrúpulos, puso en esta nueva web la frase "la auténtica red Kaixin". Los usuarios chinos no sabían cuál era cuál y comenzaron a inscribirse en esta nueva página, con lo que Renren se veía beneficiada. Finalmente, Renren se fusionó con su "nueva" Kaixin. Obviamente, Kaixin001 denunció la situación, pero el daño ya fue irreparable. Aunque, en su momento, Renren y Fanfou adquirirían gran popularidad en el país, la llegada de los dispositivos móviles y la intervención del gobierno chino acabarían con ambos negocios.

⁷ El contenido de las próximas secciones se apoya, en gran parte, en Lee, Kai-Fu (2018): *AI-Superpowers: China, Silicon Valley and the New World Order*, Boston: Houghton Mifflin Harcourt.

Es importante entender que esta época copiadora sentó las bases para el desarrollo empresarial y la acumulación de capital humano, hasta el punto de que **los empresarios chinos comenzaron a mejorar los modelos de negocio y productos occidentales, innovando y adaptando estos a las demandas de su sociedad.** Esta innovación y adaptación se alimenta de un despiadado entorno competitivo, como acabamos de ver, en el que no se respeta la propiedad intelectual y en el que copiar y desprestigiar sin fundamento a los competidores no está mal visto. Esto puede explicar, en parte, cómo compañías tan relevantes en Occidente, como Uber, eBay o Groupon, tuvieron que tirar la toalla en sus objetivos de hacerse con el mercado chino. Mientras que la cultura empresarial de las *start-ups* (compañías de reciente creación) americanas siempre se ha centrado en implementar un nuevo concepto o cumplir algún tipo de objetivo idealista, la cultura empresarial china fomenta ganar dinero, casi a cualquier costa.

De nuevo, la figura de Wang Ching nos puede servir de ejemplo de esta gran transición de empresarios clonadores a empresarios innovadores. En 2010, Wang fundó la empresa **Meituan** con un modelo de negocio muy similar al de Groupon (plataforma de cupones con descuento). Sin embargo, especialmente a partir de su fusión con Dianping, el negocio de Meituan fue evolucionando en el competitivo ecosistema chino, hasta convertirse en una plataforma con un sinfín de servicios. Hoy, la aplicación de Meituan permite que sus usuarios puedan, por ejemplo, reservar hoteles, apartamentos, restaurantes, comprar entradas de cine, pagar en establecimientos o pedir comida a domicilio. En definitiva, un rico ecosistema diseñado para que sus usuarios contraten todos estos servicios con y desde Meituan. ¿El resultado final de esta evolución? El valor bursátil actual de Meituan es de ochenta mil millones de dólares, mientras que el de Groupon no alcanza ni los dos mil y su cotización se encuentra cerca de mínimos históricos.

Un interminable maná de datos

Es un error mayúsculo teorizar antes de tener los datos.

— Sherlock Holmes

Como comentamos algunos párrafos más arriba, una de las mayores ventajas de cara al futuro de China frente a Estados Unidos, lo encontramos en el gigantesco volumen de datos al que tienen acceso las empresas (y el gobierno) chinas. ¿Cómo es posible que China lleve esta delantera frente a Occidente, cuando siempre fue detrás en la adopción de internet? La explicación de esto la tenemos en el salto tecnológico que se produjo en el país con la aparición de los *smartphones* (los móviles actuales que cuentan con un sinfín de funcionalidades). Muchos ciudadanos

chinos experimentaron internet, por primera vez, a través del móvil, al ser los ordenadores demasiado caros para poder adquirirlos. Esto generó unas necesidades alrededor del móvil muy diferentes. **En vez de un teléfono con acceso a internet similar a un ordenador, los chinos querían un dispositivo que les ayudase en sus necesidades diarias según se moviesen por la ciudad.**

Todo esto se ha traducido, por un lado, en que China cuente con el mayor número de usuarios de internet del mundo (más que Estados Unidos y Europa combinados) lo que le otorga una **ventaja de datos por cantidad**. Sin embargo, por otro lado, es más relevante lo que hacen los usuarios en internet. Mientras que en Occidente el usuario utiliza internet, casi siempre, para pinchar en anuncios o dar "me gusta" (*likes*), en China se utiliza masivamente para la "vida real", lo que les confiere una **ventaja de datos por calidad**. Esta cantidad y calidad de datos ha permitido el desarrollo de un ecosistema empresarial tecnológico alternativo e incluso, en muchas ocasiones, superior al de Occidente. Compañías como Tencent, Alibaba, Baidu, JD.com, Pinduoduo, iQiyi, Tencent Music, Meituan, Ctrip, Didi o Bytedance, por citar unas pocas, no tienen nada que envidiar (en ocasiones sucede lo contrario) a sus comparables americanos.

Por ejemplo, Tencent, Alibaba, Baidu o Meituan, como vimos antes, han creado el modelo de **Super App** (Súper Aplicación): un ecosistema gigante alrededor de algunas de sus aplicaciones, que permite al usuario contratar cualquier servicio o consumir productos sin salir de la aplicación. Facebook, viendo la oportunidad, ha empezado hace relativamente poco tiempo a desarrollar algunas de estas funcionalidades en sus aplicaciones móviles. Otro ejemplo lo encontramos en el llamado "**Comercio Electrónico Social**". En este caso, aplicaciones de Taobao (Alibaba) o de Pinduoduo fusionan vídeos sobre productos con el concepto de las redes sociales, incrementando sus ventas de manera muy importante. Pues bien, Amazon lanzó en 2019 una línea similar (Amazon Live) y YouTube espera desarrollar la misma idea a través de YouTube Shopping. Por último, China ha popularizado en todo el mundo el concepto del **vídeo social de corta duración** con la aplicación de TikTok (ByteDance). Plataformas como Snapchat o Facebook están tratando, también, de imitar este concepto, para protegerse frente a la irrupción global inesperada de esta aplicación china.

Sin embargo, nos gustaría finalizar esta carta centrándonos en la compañía que pensamos que cuenta con el mejor ecosistema de datos de China y de la que somos accionistas a través de Naspers: **Tencent Holdings**.

Una *Super App* para unirlos a todos

Un Anillo para gobernarlos a todos. Un Anillo para encontrarlos, un Anillo para atraerlos a todos y atarlos en las tinieblas.

— Gandalf (El Señor de los Anillos)

¿Se imagina una compañía que englobe, entre otros, negocios como EA Sports o Nintendo (videojuegos), Netflix (vídeo de pago), Spotify (música de pago y publicidad *online*), Facebook (publicidad *online* y red social), YouTube (publicidad *online* y vídeo en abierto), Google News (noticias), PayPal o Visa (servicios de pago electrónico, *online* y físico) y Amazon Web Services (servicios en la nube)? ¿Se imagina que esta compañía realiza inversiones estratégicas en compañías líderes y *disruptoras* de todas estas industrias a nivel global? ¿Se imagina una compañía así, con todo ello orquestado a través de una versión (muy) evolucionada de Whatsapp (chat social) que, además, permita un sinfín de funcionalidades adicionales a los negocios que acabamos de comentar? Pues bien, esta compañía es **Tencent**. Para poder comprender cómo **Tencent** ha conseguido crear este inigualable ecosistema, es necesario explicar qué es una plataforma y por qué pueden convertirse en negocios extraordinarios.

Una plataforma es un negocio que permite interacciones creadoras de valor entre proveedores y consumidores externos.⁸ Dicho de manera más sencilla, es un lugar donde se facilitan intercambios (habitualmente comerciales) entre usuarios de la plataforma. Por ejemplo, Booking.com o Airbnb permiten, a través de sus plataformas, que sus usuarios puedan buscar y reservar alojamientos que decidan listarse en estos portales. A cambio de facilitar esta transacción, Booking.com y Airbnb cobran una comisión. Por tanto, estas compañías ofrecen servicios de alojamiento sin ser dueñas de ningún inmueble, es decir, hasta cierto punto, se benefician de las inversiones en capital (inmuebles, en este caso) realizadas por otras compañías. Por eso las plataformas pueden llegar a ser compañías muy rentables:

*El mejor negocio es un **royalty** sobre el crecimiento de otros, lo que requiere de poca inversión en capital.*⁹

⁸ Parker, Geoffrey G., Van Alstyne, Marshall W. y Choudary, Sangeet Paul (2016): *Platform Revolution: How networked markets are transforming the economy and how to make them work for you*. New York: W.W. Norton & Company, Inc.

⁹ Negrita añadida al texto. Traducción libre de la frase de Warren Buffett "The best business is a royalty on the growth of others, requiring little capital itself". Extraído de Huber, John (2019): "Warren Buffett 1997 Email Exchange on Microsoft".

Este tipo de negocio ha vivido una auténtica explosión de crecimiento los últimos años, gracias a la adopción masiva de internet y del móvil, surgiendo plataformas allá donde puedan aparecer. Hoy, la mayoría de las empresas más grandes del mundo son, en mayor o menor medida, plataformas que se benefician de esta tendencia. Amazon, Alphabet (Google), Microsoft o Facebook, son ejemplos conocidos por todos. Ahora bien, si son negocios tan rentables, ¿cómo es posible que no surjan muchos competidores que intenten hacerse, también, con un trozo de ese delicioso pastel? Porque los efectos de red, una vez alcanzada determinada escala, garantizan que sea inviable este "ataque" de la competencia.

Para comprender el concepto de **efecto de red** piense en cómo se propaga una enfermedad muy contagiosa. El infectado contagia inicialmente a muy pocas personas, pero estas personas conocen a otras y el proceso, tras alcanzar un **punto de inflexión**, se acelera exponencialmente hasta convertirse en una epidemia. Pese a las connotaciones negativas del símil, esto sería un efecto de red en su esencia: una especie de epidemia que se extiende por la sociedad y para la que sus usuarios no tienen cura. Volviendo al ejemplo de Booking.com y Airbnb, los millones de usuarios que tienen ambas plataformas (epidemia) garantiza que sea más atractivo para los usuarios y los dueños de los alojamientos utilizar estos portales y no alternativas de menor tamaño/éxito. **Cuanto más se incrementan los usuarios y el inventario de alojamientos, mayor será el atractivo de las plataformas para todos sus usuarios y más poderoso su efecto de red.** Por este motivo, son negocios tan difíciles de atacar:

No creo que pudiera decir que un tipo de foso es más fuerte que otro, con la posible excepción del efecto de red.¹⁰

En definitiva, las plataformas son negocios que necesitan poco capital para funcionar, lo que les otorga una elevada rentabilidad, y que se encuentran protegidos por poderosos efectos de red. ¿Por qué hemos profundizado sobre estos conceptos? Porque **Tencent** es un negocio que cuenta con una de las plataformas más potentes del mundo que, a su vez, alimenta a (y se alimenta de) otras plataformas: Weixin/WeChat (en adelante, WeChat).

WeChat es la quinta aplicación con más usuarios de todo el mundo, al contar con más de 1.150 millones de usuarios. Para comprender su magnitud, bastan algunos datos, como que en 2018 los ciudadanos chinos enviaron más de 45.000 millones de

¹⁰ Traducción libre de la frase de Pat Dorsey "I'm not sure that I would regard one type of moat as stronger than another, with the possible exception of a network effect". Extraído de "Exclusive Interview with Pat Dorsey on Moats" de Manual of Ideas (Julio 2012). Pat Dorsey está considerado como uno de los mayores expertos en el análisis de las ventajas competitivas de los negocios. Recomiendo su libro *El pequeño libro que genera riqueza*, de Ediciones Deusto.

mensajes *por día* a través de esta aplicación, o que WeChat supone más de un tercio del total de tráfico de datos móviles de China. ¿Cómo ha conseguido WeChat estas cifras tan mareantes? Actuando como la primera y, posiblemente, mayor y más importante *Super App*. El usuario de WeChat puede realizar todo lo imaginable a través de esta aplicación (puede repasar los negocios tan dispares que mencionábamos al principio de esta sección, para hacerse una vaga idea de lo que es este ecosistema):

*WeChat es una especie de Navaja Suiza digital para la vida moderna.*¹¹

Este inabarcable ecosistema, se beneficia, además, de las inversiones estratégicas que **Tencent** realiza en compañías de industrias tan dispares, como videojuegos (Ubisoft, Activision Blizzard, Epic Games o Bluehole, entre otros), música (Spotify), comercio electrónico (JD.com o Pinduoduo), vehículos eléctricos (Tesla o Nio), redes sociales (Snapchat), transporte (Didi), buscadores de internet (Sogou) o la plataforma Meituan, anteriormente mencionada.

Todo esto permite a Tencent contar con una de las mayores y crecientes bases de datos del mundo y conocer, en tiempo real, prácticamente todo lo que hacen, cada día, sus usuarios, lo que le infiere una capacidad extraordinaria para ganar dinero. Tencent cuenta, en definitiva, con un elevado número de plataformas muy rentables (o en camino de serlo), alimentadas por su efecto de red y por la plataforma que las aglutina, alimenta y fortalece: WeChat. Por este motivo, Tencent es tan sumamente difícil de atacar (de manera significativa) por sus competidores y, por eso, pensamos que es un negocio de enorme calidad, del que somos accionistas a través de Naspers.¹²

Actualidad

En cuanto a la actualidad más relevante de Horos, este trimestre me gustaría destacar nuestra **I Conferencia Anual**, sin duda el evento del que más orgullosos nos sentimos este año. En ella tratamos de explicar el contexto actual de los mercados y por qué pensamos que podemos beneficiarnos de ello con las carteras actuales de nuestros fondos, dando ejemplos concretos de varias de nuestras inversiones. Le animamos a ver el vídeo (ver **aquí**), así como otro, posterior, en el que Alejandro y yo respondemos algunas de las preguntas que quedaron pendientes (ver **aquí**).

¹¹ Lee, Kai-Fu (2018): *ibid.*

¹² Si desea profundizar más sobre nuestra inversión en Tencent, le animamos a visionar la charla que impartí en Value School en 2018 (ver **aquí**).

Por otro lado, Rodrigo Blanco, uno de los miembros de nuestro equipo de relación con inversores, grabó el siguiente vídeo (ver [aquí](#)) para explicar la importancia de invertir en un **plan de pensiones**, algo que, por otro lado, no deberíamos nunca dejar para final de año.

Por último, continuando con nuestro compromiso de transparencia, hemos subido a nuestro canal de YouTube un vídeo (ver [aquí](#)) de Alejandro explicando nuestra tesis de inversión en **Asia Standard International**, una de nuestras principales inversiones en la cartera internacional.

Horos Value Iberia

El fondo puede invertir en valores cotizados en Portugal y 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 12,9%, frente al 4,7% de su índice de referencia. Desde su constitución el 21 de mayo de 2018 hasta el 31 de diciembre de 2019, la rentabilidad acumulada del fondo es del -7,3%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un -0,3%. Los resultados conseguidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta. Como muestra de la importancia de la inversión a largo plazo (recordemos que el periodo mínimo de inversión recomendado para nuestros productos es de cinco años) la rentabilidad anualizada obtenida por un inversor que haya acompañado a este equipo gestor desde sus inicios sería del 12,3% frente al 7,3% de su índice de referencia (para más información, puede consultar el anexo en la parte final de este documento).

En este trimestre, los valores que más positivamente han contribuido son **Ercros**, **Aperam** y **Sonae Capital**. En el caso de los dos primeros, la recuperación bursátil de las compañías con negocios más cíclicos, a raíz de los avances en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, así como una perspectiva de potencial suelo en sus resultados, explican esta buena evolución. En cuanto a Sonae Capital, no encontramos motivos destacables que puedan explicar esta positiva evolución.

En el lado negativo, destacan **Renta Corporación** y **Sonaeacom**. En ambos casos, pensamos que es posible que la caída provenga de movimientos en los flujos de dinero de algunos de sus accionistas institucionales, probablemente derivada de las mayores exigencias de liquidez por parte del regulador español o la salida de partícipes de sus fondos.

La cartera del fondo ha tenido una entrada (**Inmobiliaria del Sur**) y una salida (**Bolsas y Mercados Españoles**) en el trimestre.

Inmobiliaria del Sur es una empresa patrimonialista y promotora con accionariado familiar (más del 65% de las acciones) desde hace 75 años. Esta estructura accionarial puede explicar su conservadurismo a la hora de gestionar el negocio promotor. Este carácter conservador, unido al apoyo del negocio patrimonialista,

explican por qué Inmobiliaria del Sur fue la única promotora cotizada que no tuvo que realizar quitas en su deuda durante la gran crisis inmobiliaria de 2008. Analizamos la compañía en el año 2015 y visitamos sus principales activos de Sevilla y alrededores en 2016, aunque no pudimos invertir por la iliquidez del valor y la negativa (comprensible) de la empresa a vender acciones a los precios tan bajos a los que cotizaba por entonces (6,5 euros por acción). Este trimestre se ha abierto otra oportunidad de entrada, por lo que hemos aprovechado para invertir en un negocio que cumple todos nuestros principios de inversión. Somos de la creencia de que, según vaya ejecutando su plan de crecimiento, se incrementará el volumen de inversores institucionales y se irá cerrando el enorme descuento con el que esta compañía cotiza.

En cuanto a la salida de **Bolsas y Mercados Españoles (BME)**, esta se produjo al quedarse sin potencial el valor tras la OPA que recibió por parte de SIX Group (Bolsa de Suiza) a 34 euros por acción. Aprovechamos para liquidar nuestra inversión e incrementar el peso en otras alternativas de la cartera con elevado potencial, como **Meliá Hoteles, Catalana Occidente** o **Elecnor**.

A cierre de trimestre, **el potencial teórico del fondo para los próximos tres años se sitúa en torno al 75%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada del 20,5%. 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 23 valores y concentrada en una temática relevante. Cerca del **78%** 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).

Horos Value Iberia invierte también en **Horos Value Internacional (5,3%)**. 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 cerca del **5%**.

Principales posiciones

Meliá Hoteles (7,9%, 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 (6,3%, otros): 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.

Semapa (6,2%, 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.

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

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

Horos Value Internacional

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

La rentabilidad de Horos Value Internacional en el trimestre ha sido del 11,9%, frente al 5,8% de su índice de referencia. Desde su constitución el 21 de mayo de 2018 hasta el 31 de diciembre de 2019, su rentabilidad ha sido del -10,1%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un 17,9%. Los resultados obtenidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta. Como muestra de la importancia de la inversión a largo plazo (recordemos que el periodo mínimo de inversión recomendado para nuestros productos es de cinco años) la rentabilidad anualizada obtenida por un inversor que haya acompañado a este equipo gestor desde sus inicios sería del 11,0% frente al 12,4% de su índice de referencia (para más información, puede consultar el anexo en la parte final de este documento).

En este periodo, los valores que más han aportado a la cartera del fondo son **Aperam, Teekay Corp. y Clear Media.**

En el caso de **Aperam**, la recuperación bursátil de las compañías con negocios más cíclicos, a raíz de los avances en las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, así como una perspectiva de potencial suelo en sus resultados, explican esta buena evolución.

Teekay Corp., además de beneficiarse de estos mismos factores, ha visto cómo el valor de su filial Teekay Tankers se recuperaba vertiginosamente en bolsa, gracias a la subida vertical de los fletes de la industria, derivado del cuello de botella que ha vivido estos últimos meses su sector. Adicionalmente, han contribuido positivamente los buenos resultados de su filial Teekay LNG (con anuncio de subida de dividendo) y la extensión del contrato de uno de sus FPSO (barcos de producción y procesamiento de petróleo y gas). Por otro lado, la compañía celebró en noviembre el Día del Inversor, donde contribuyó a ampliar la información sobre sus negocios al mercado y adelantó un posible movimiento futuro en torno a los IDR (derechos de distribución de dividendo adicional) que ostenta esta matriz sobre su filial Teekay LNG.

Por último, **Clear Media**, la compañía china líder en publicidad en marquesinas de autobuses, se apreció un 80% desde noviembre, tras comunicarse la posibilidad de que su accionista de control, la compañía americana Clear Channel, la cual se encuentra en una situación financiera delicada, esté barajando deshacerse de su participación del 50% en la compañía. Esta subida vertical de la cotización de Clear Media pone en relieve la ineficiencia que se está viviendo en muchas compañías cotizadas en Hong Kong, donde el valor real de los negocios es muy superior a su valor bursátil y, además, la rapidez con la que estas ineficiencias pueden empezar a cerrarse, si aparece un catalizador.

En el lado negativo, destacan **Shelf Drilling**, **Renta Corporación** o **Uranium Participation Corp.** Mientras que esta última ha corregido algo por la ligera caída del precio del uranio, no encontramos motivos fundamentales que expliquen la evolución de las dos primeras. De hecho, en el caso de Shelf Drilling, las novedades de la compañía (compras de nuevas plataformas a precios muy atractivos, nuevos contratos y extensión de algunos actuales) refuerzan, aún más, nuestra tesis de inversión.

La cartera internacional ha tenido tres entradas (**Semapa**, **Warrior Met Coal** y **Tai Cheung Holdings**) y ninguna salida en el periodo.

Semapa es un 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. Semapa lleva mucho tiempo presente en nuestra cartera ibérica y pensamos que, a los precios actuales, se ha generado una importante oportunidad para incorporarla a nuestra cartera internacional, al cotizar el *holding* con un descuento excesivo frente a la valoración de sus participadas.

Warrior Met Coal es una compañía productora de carbón metalúrgico de Estados Unidos. Warrior exporta el 100% de este tipo de carbón, necesario para la fabricación de acero en altos hornos. En nuestra opinión, el carbón metalúrgico no sufre, tan intensamente, dinámicas muy difíciles de prever que hoy presionan al sector del carbón térmico. Sin entrar en valorarlos, ejemplos de ello podrían ser el impacto de grupos de presión e interés políticos para abandonar esta forma de energía o la creciente relevancia de los criterios de inversión ESG (Bueno Gobierno Corporativo) en las carteras de, cada vez, más gestoras. En cuanto a los fundamentales de la industria, se espera cierto crecimiento global en la demanda de carbón metalúrgico los próximos años, según sigan industrializándose países pertenecientes, fundamentalmente, a Asia y América del Sur. Warrior cuenta con

un carbón de muy elevada calidad (cercano a los mejores estándares del carbón de referencia de Australia), lo que le permite beneficiarse del crecimiento de estos mercados. Por último, hablamos de una compañía sin deuda, con una estructura de costes variable que le protege de entornos más complicados, con una política agresiva histórica de retribución al accionista (más del 100% de su valor bursátil repartido en dos años) y cotizando, a los precios actuales de venta del carbón metalúrgico, a menos de 4 veces su generación de caja actual.

Por su parte, **Tai Cheung Holdings** es una compañía promotora especializada en el residencial de lujo y con activos en Hong Kong y Estados Unidos. Además, Tai Cheung es dueña del 35% del Hotel Sheraton de Hong Kong. Se trata de un negocio familiar, en el que los directivos controlan en torno al 50% de las acciones, lo que alinea, claramente, sus intereses con el del resto de accionistas. Esto se traduce en una gestión muy conservadora del balance (no tiene deuda) y una política atractiva de retribución al accionista, con un dividendo creciente y sostenible a lo largo del tiempo (hoy la rentabilidad por dividendo es cercana al 6%). Por último, pensamos que la relativa iliquidez de la compañía, así como la complicada situación socioeconómica actual de Hong Kong, contribuyen a que Tai Cheung cotice con cerca de un 70% de descuento sobre el valor de sus activos.

Por otro lado, destacar las reducciones de peso, por menor potencial, en compañías como **Clear Media**, **AerCap** o **Lsl Property Services**. Hemos aprovechado estas ventas para incrementar el peso en empresas más castigadas en el periodo, como **Naspers** o **Qivi**.

A cierre de trimestre, el **potencial teórico de la estrategia internacional para los próximos tres años se sitúa en torno al 135%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada del 32,9%. 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 39 valores y con cuatro temáticas que aglutinan el grueso de la misma. La principal está compuesta por **compañías vinculadas a las materias primas (30%)**, especialmente uranio, acero inoxidable y petróleo. Otro bloque importante es el que engloba a **valores emergentes olvidados (22%)** 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 (8%)**, 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 **3,9%**.

Principales posiciones

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

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.

Aperam (4,2%, 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 impacto de las tarifas del presidente americano Trump sobre este metal han impactado, a nuestro entender, de manera excesivamente negativa al valor.

Meliá Hoteles (4,1%, familiar): grupo hotelero con presencia en más de 40 países, del que la familia Escarrer controla el 52% y es accionista desde hace más de 60 años. La compañía es la cadena de hoteles líder en América Latina y Caribe, siendo el mayor jugador global en resorts y "bleisure" (combinación de negocios y ocio).

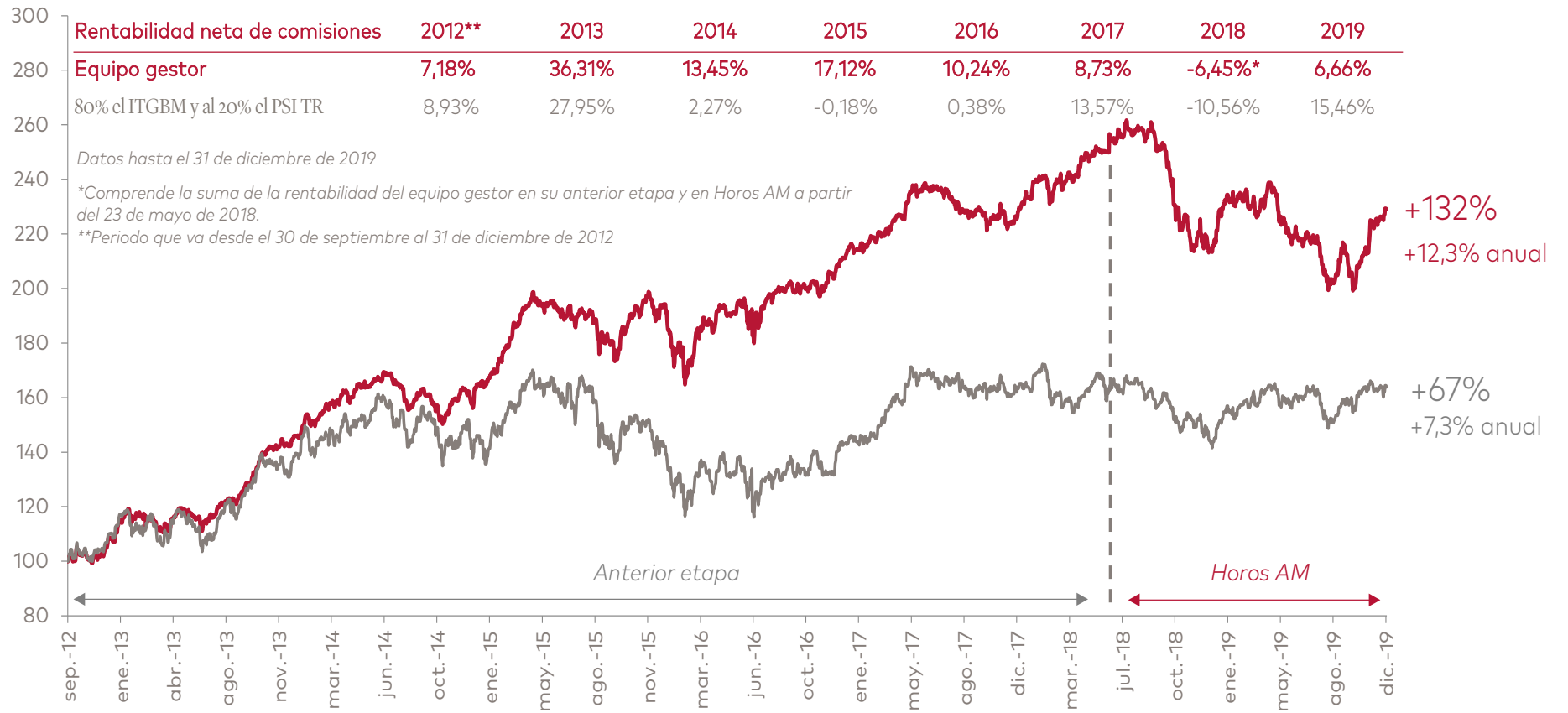
Meliá tiene el objetivo de ir migrando a un modelo de bajo capital empleado, en el que centrarse en la gestión de los hoteles sin ser propietarios del mismo. En la actualidad, la gestión hotelera supone cerca del 30% del EBITDA y esperan alcanzar un 50% en siete años. Lo interesante de esta inversión radica en la valoración de sus activos hoteleros, muy superior a su capitalización bursátil actual, lo que nos permite llevarnos "gratis" la gestión hotelera y lo que pueda aportar este negocio a futuro a la compañía.

Asia Standard International (4,0%, 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.

Anexo

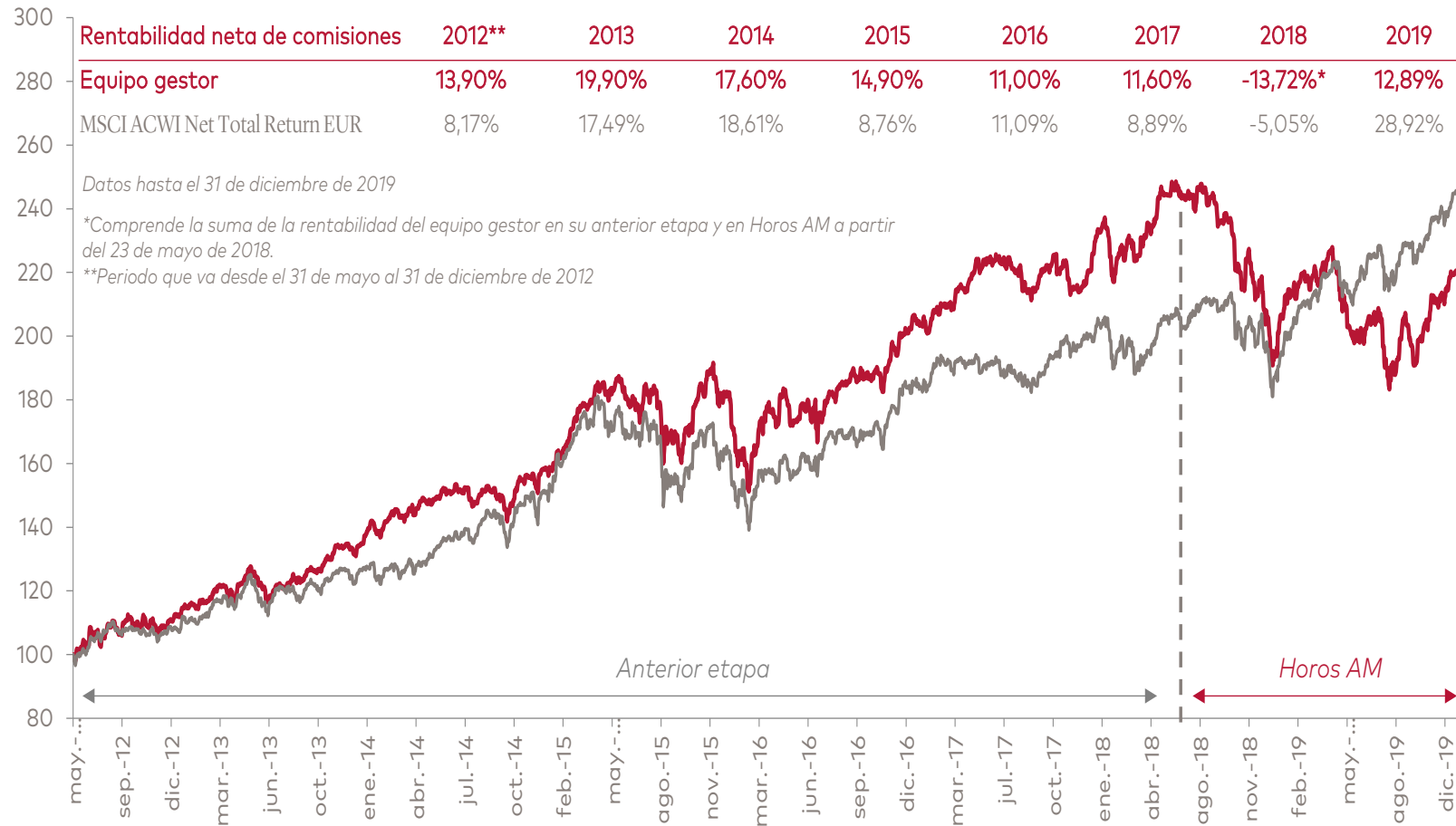
Rentabilidades

Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia ibérica



Rentabilidades

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



Potenciales

Potencial histórico del equipo gestor

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

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

