

HOROS

ASSET  
MANAGE-  
MENT

CARTA TRIMESTRAL  
A LOS PARTÍCIPES

ENERO 2021

## ENERO 2021

Estimado co-inversor,

Finalizamos, por fin, un año muy difícil para todo el mundo. Poco puedo añadir a los ánimos y gratitud por su confianza que les hemos mostrado en nuestras anteriores cartas. Ojalá la llegada de la vacuna sea el punto de inflexión que todos deseamos para nuestras vidas.

Desde luego, ese punto de inflexión parece haber llegado ya a los mercados, viviendo los índices bursátiles una fuerte recuperación los últimos meses del año y, esta vez sí, mostrando un excelente comportamiento las compañías más cíclicas y de menor tamaño y liquidez. Así, Horos Value Internacional se anotó un 26,3% en el trimestre, frente al 11,9% de su índice de referencia. Por su parte, Horos Value Iberia arrojó una rentabilidad del 27,9%, por encima del 22,8% de su índice comparable.

Sin embargo, seguimos pensando que las compañías que tenemos en cartera (cíclicas y de menor tamaño, en su mayoría), arrojan un elevado potencial de revalorización, jugando un papel relevante, como sabe, nuestra exposición al sector de las materias primas. De ahí que sea muy importante que comprenda cómo analizamos esta industria y elegimos las empresas en las que invertimos. A esto dedicaremos el grueso de esta última carta de 2020, incluyendo, además, una explicación de nuestro error de inversión en las compañías de plataformas petrolíferas. Como siempre decimos, para poder mejorar nuestro proceso de inversión, debemos detectar los errores que cometamos y aprender qué decisiones/razonamientos nos llevaron a incurrir en ellos, a fin de reducir las posibilidades de que estas situaciones se repitan.

Con mis mejores deseos para este 2021, reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA  
Director de Inversiones  
Horos Asset Management

## Resumen ejecutivo

*Los ciclos nunca dejarán de ocurrir.*

— Howard Marks

La llegada de las vacunas contra el coronavirus puede estar marcando un punto de inflexión en nuestras vidas y en los mercados, que ya han empezado a descontar una previsible recuperación de las economías. En este nuevo entorno de menor incertidumbre, ha destacado el comportamiento bursátil de las temáticas más castigadas los últimos dos años y medio: las compañías con negocios más cíclicos y las de menor tamaño y liquidez. Nuestros fondos no han sido ajenos a esta recuperación, al tener fuerte exposición a estas compañías tan perjudicadas por las dinámicas que hemos comentado en cartas anteriores. Sin embargo, seguimos viendo un potencial muy elevado a nuestras carteras, donde podemos destacar nuestra exposición al sector de las materias primas. Por este motivo, dedicamos la carta actual a explicar nuestro análisis de esta industria, a través de herramientas como el análisis del ciclo del capital o la Teoría Austríaca del Ciclo Económico, así como a comentar algunas de nuestras inversiones históricas y actuales en este sector, tan amado y odiado por la comunidad inversora.

Adicionalmente, hablaremos de los movimientos más significativos que se han producido en nuestras carteras. Entre otros, podemos destacar que en Horos Value Internacional hemos vendido nuestra posición en **Qivi**, tras elevarse la incertidumbre regulatoria en su negocio, y en **KKR**, por su buena evolución bursátil. Por el contrario, hemos iniciado dos nuevas posiciones en el trimestre. En concreto, hemos invertido en la compañía de alojamiento de podcasts **Liberated Syndication** y en la histórica gestora de fondos *value* **GAMCO Investors**. Por su parte, en Horos Value Iberia hemos vendido **Sonae Capital**, tras la mejora de la OPA lanzada por la familia Azevedo y entrado en **Ence**, tras el anuncio de la venta del 49% de su división de energía, al destapar un importante valor en la compañía, a la par que ha reducido su endeudamiento.

## La historia que siempre se repite

*Mira hacia al pasado, con sus imperios cambiantes que se alzaron y cayeron, y serás capaz de prever el futuro.*

— Marco Aurelio

El equipo que formamos Alejandro, Miguel y yo, hemos mantenido, como bien saben los co-inversores que llevan más tiempo con nosotros, un perfil generalista a la hora de aproximarnos a la inversión. Con esto me refiero a nuestra voluntad de invertir en cualquier sector o geografía, siempre y cuando la compañía cumpla los requisitos que exigimos para poder entrar en nuestros fondos. Así, a lo largo de nuestra carrera profesional, han pasado por nuestras carteras valores pertenecientes a sectores tan dispares como el tecnológico, el inmobiliario, el financiero, la distribución o las materias primas y geografías tan lejanas como Japón (cuando nadie quería saber nada de su bolsa, allá por 2012), Estados Unidos, Hong Kong, Rusia o, incluso, Colombia.

Para poder abarcar este vasto universo de inversión, resulta vital contar con herramientas o modelos mentales que nos ayuden a comprender el funcionamiento de los mercados y a identificar ineficiencias potencialmente explotables. En el primer trimestre de 2020 (leer [aquí](#)), ya hablamos sobre los modelos mentales más relevantes que utilizamos en Horos y, en concreto, nos apoyamos en los sistemas adaptativos complejos para entender los mecanismos que hay detrás de los excesos de los mercados, así como de la abrupta caída (y futura recuperación) de estos, a raíz de la incertidumbre asociada a la pandemia del coronavirus y su impacto en las economías del mundo. En esta ocasión, me gustaría ahondar en otro modelo mental, esencial en nuestro trabajo, que le ayudará a comprender nuestra fuerte exposición los últimos tiempos al sector de las materias primas: el análisis del **ciclo del capital**.

El análisis del ciclo del capital es el marco conceptual que nos puede servir de guía en nuestro estudio de las industrias con negocios y productos, en general, poco diferenciables y, por tanto, más proclives a sufrir importantes ciclos. De ahí que sea una herramienta muy útil para invertir en compañías relacionadas con las materias primas. Este análisis, popularizado los últimos años por la gestora Marathon Asset

Management en el estupendo (¿el mejor?) libro de inversión *Capital Returns*<sup>1</sup>, se centra, particularmente, en el estudio del **comportamiento de la oferta** de cada sector, al ser esta la fuerza predominante en las distintas fases del ciclo del capital.

*El análisis del ciclo del capital, sin embargo, se centra en la oferta en vez de en la demanda. Las perspectivas sobre la oferta son mucho menos inciertas que las de la demanda y, por tanto, más sencillas de pronosticar.*<sup>2</sup>

Para comprenderlo mejor, vamos a ver, a continuación, las cuatro fases que componen estos ciclos del capital en el sector de las materias primas:

- **Auge:** la situación de mercado es favorable para los productores (oferta) de la industria, al existir una demanda insatisfecha en el mercado, lo que origina una subida de precios de las materias primas y unas rentabilidades sobre el capital invertido de los productores superiores al coste de este. La fase de auge suele coincidir con importantes subidas bursátiles de las compañías del sector.
- **Optimismo inversor:** la perspectiva de grandes retornos alimenta la entrada de nuevo capital, incrementando la oferta actual, al explotar zonas con mayores costes de extracción (en el caso de la minería, por ejemplo, produciendo los yacimientos con menor ley, ahora rentables), y futura (desarrollando nuevos proyectos que entrarán en producción años después) en la industria, perdiéndose la disciplina. En esta fase, habitualmente, las compañías cotizan con valoraciones muy exigentes, descontando todo lo bueno y muy poco de lo malo que esté por venir.
- **Depresión:** el optimismo y la falta de disciplina llevan a un exceso de oferta (y de competencia), acrecentado, normalmente, por una demanda inferior a las expectativas iniciales. Este desequilibrio desencadena un desplome en los precios de las materias primas y una caída de los retornos del capital por debajo de su coste. La fase de depresión viene acompañada de fuertes caídas bursátiles para las compañías cotizadas, como no puede ser de otra manera.
- **Pesimismo inversor:** los bajos retornos llevan a una reducción drástica de las inversiones en oferta actual (cierre de yacimientos/minas menos eficientes)

---

<sup>1</sup> Chancellor, Edward (editor) y Marathon Asset Management (2016): *Capital Returns: Investing Through the Capital Cycle. A Money Manager's Reports: 2002-15*. Palgrave Macmillan. El libro ha sido recientemente traducido al español, con el título *Rendimientos de Capital*, para la excelente Colección de Libros de Inversión Value School-Deusto.

<sup>2</sup> *Idem*.

y futura (cero euros destinados a la búsqueda y al desarrollo de nuevos proyectos), así como a una consolidación sectorial. Al contrario que en la fase de optimismo inversor, en esta etapa las compañías cotizan con valoraciones de derribo, descontando todo lo malo (escenarios de precios de materia prima permanentemente deprimidos, con retornos de capital consecuentemente destructores de valor) y nada de lo bueno (la disciplina de capital siembra la semilla de la futura recuperación). La falta de inversiones en oferta suele alargarse hasta el punto de desencadenar un desequilibrio favorable a esta, empezando, nuevamente, el ciclo con su fase de auge.

Por tanto, vemos claramente el poder que tiene la oferta en la formación de estos ciclos y lo vital que resulta saber en qué fase se encuentra el sector, para intentar aprovechar los momentos de pesimismo inversor y auge del ciclo.

Nótese, adicionalmente, la relevancia de otros modelos mentales que nos pueden ayudar a complementar el análisis anterior, pertenecientes al campo de la **economía conductual**. El *exceso de confianza* (especialmente, a la hora de pronosticar precios o los tiempos de desarrollo de un proyecto), el *optimismo* (alimentando con positivismo el exceso de confianza anterior), el *sesgo de anclaje* (utilizando la actual situación del mercado como referencia para el futuro, sin hacer un análisis de las dinámicas esperables de oferta y demanda), la *disonancia cognitiva* que lleva a racionalizar creencias irracionales (los precios no van a bajar) ante una evidencia contraria (incremento de competencia y exceso de oferta futuros) o la *visión interna* (pensando, por ejemplo, que mi proyecto minero verá la luz en 5 años, cuando la historia de otros proyectos de la industria dice que el tiempo medio es de 8 años)<sup>3</sup>, entre otros muchos, nos pueden ayudar a comprender (y anticipar) la irracionalidad en la que, continuamente, incurren la mayoría de los directivos de las empresas de estos sectores, así como los inversores, inyectando capital en los peores momentos (cuando todo va bien y solo puede ir a peor) y drenándolo en los mejores momentos (cuando todo va mal y solo puede ir a mejor).

*La rentabilidad elevada relaja la disciplina de capital de una industria. Cuando los retornos son altos, las compañías tienden a disparar las inversiones.<sup>4</sup>*

Sin embargo, aunque el análisis del ciclo del capital que hemos descrito, apoyado por la economía conductual, nos sería de gran ayuda para navegar con ciertas garantías de éxito los vaivenes de las industrias, la realidad es que contamos con

---

<sup>3</sup> Para profundizar sobre los sesgos y heurísticas descritos por la economía conductual, recomiendo la lectura de Kahneman, Daniel (2012): *Pensar rápido, pensar despacio*. DEBATE.

<sup>4</sup> Chancellor, Edward (*ibidem*).

otro marco teórico más global para entender la formación de los ciclos del capital, tanto a nivel de industrias, como a nivel de economías: la **Teoría Austríaca del Ciclo Económico**.

## Una aproximación a la Teoría Austríaca del Ciclo Económico

*No hay nada más práctico que una buena teoría.*

— Jesús Huerta de Soto

*Soy consciente de que este apartado puede resultar difícil de seguir para el lector, aunque he intentado simplificar al máximo la idea que subyace. Si lo desea, puede saltar al siguiente punto: "El superciclo de las materias primas", donde ponemos en práctica la teoría expuesta aquí.*

La Teoría Austríaca del Ciclo Económico ("TACE", en adelante) es, posiblemente, uno de los modelos más interesantes desarrollados por la **Escuela Austríaca de Economía**. Aunque algunos economistas sitúan a los escolásticos de la Escuela de Salamanca del siglo XVI (Francisco de Vitoria, Martín de Azpilicueta, Diego de Covarrubias o Luis de Molina) como origen o precursores de esta escuela de economía<sup>5</sup>, su fundación, como tal, data de 1871, con la publicación de la obra *Principios de Economía Política* del Carl Menger. Posteriormente, economistas como Ludwig von Mises, Friedrich von Hayek o Murray Rothbard, le darían una mayor notoriedad durante el siglo pasado. En España, tenemos también grandes referentes pertenecientes o afines a la Escuela Austríaca, destacando dos por encima de todos: Jesús Huerta de Soto y Juan Ramón Rallo. Precisamente, estos dos economistas cuentan entre su obra con dos libros esenciales para entender y profundizar sobre la TACE: *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos* (Jesús Huerta de Soto) y *Una Crítica a la Teoría Monetaria de Mises* (Juan Ramón Rallo).

No es el objetivo de esta carta profundizar sobre la obra (y diferencias) de estos autores, ni escribir veinte páginas desarrollando la TACE. Sin embargo, sí es necesario entender su esencia para poder ponerla en práctica en nuestro análisis

---

<sup>5</sup> Jesús Huerta de Soto: "New Light on the Prehistory of the Theory of Banking and the School of Salamanca", *The Review of Austrian Economics*, vol. 9, nº2, 1996, pp. 59-81.

posterior del sector de las materias primas. Básicamente, la TACE<sup>6</sup> estipula que los ciclos son **descoordinaciones agregadas entre los planes de consumo de los ahorradores y los planes de producción de los inversores o empresarios**. ¿Por qué se producen estas descoordinaciones? Por las degradaciones generalizadas de la liquidez de los agentes económicos, a través del abuso indiscriminado del **descalce de plazos y de riesgos** o, dicho de otra manera, del endeudamiento a corto plazo para invertir a largo plazo. Esta descoordinación y degradación de la liquidez se magnifica a través del **sistema bancario**, que actúa como intermediario financiero facilitando este descalce.

¿Por qué actúa así el sector bancario? Por tres motivos, fundamentalmente. Primero, porque es muy rentable **arbitrar la curva de tipos**, endeudándose a corto plazo (por ejemplo, creando depósitos o financiándose con otras entidades financieras) para invertir a largo plazo (habitualmente, mediante la concesión de préstamos a años vista a particulares y empresas), debido al diferencial de intereses que existe, normalmente, entre los plazos (a mayor plazo, mayor interés) para compensar los riesgos asociados a mayores vencimientos. Segundo, porque, aunque las entidades bancarias incurran en un riesgo inasumible e insostenible con esta operativa, siempre pueden contar con el prestamista (y comprador) en última instancia: el **banco central**. Tercero, porque el propio banco central incentiva, con su política monetaria, a que los bancos incurran en este descalce de plazos.

#### Ejemplo ilustrativo del descalce de plazos:

*Para ayudar a la comprensión del papel del banco como intermediario financiero (y simplificando mucho), imaginemos que un ciudadano cualquiera, al que podemos llamar Julián, quiere prestar diez mil euros a su cuñado para que se compre una maquinaria que necesita para su nueva empresa. Su cuñado le promete que en dos años le devolverá esos diez mil euros, más cuatrocientos adicionales como intereses por el tiempo pasado y el riesgo incurrido. Julián, si tuviera ese dinero ahorrado, podría decidir no utilizarlo durante dos años y prestárselo a su cuñado, con lo que habría una **coordinación temporal** entre su plan de ahorro/consumo y su plan de inversión (dos años). Sin embargo, Julián no tiene ese dinero o prefiere gastarlo, con lo que acude a su madre para que le preste esos diez mil euros, cobrándole doscientos euros en intereses al cabo de esos dos años. Julián presta ese dinero a su cuñado y, si todo transcurre como se espera, al final del segundo año se habrá embolsado doscientos*

---

<sup>6</sup> En realidad, me apoyo, en parte, en la versión de la TACE actualizada por Juan Ramón Rallo con los fundamentos de los teóricos de la liquidez y resumida en la charla "La Teoría de la Liquidez" que impartió en el XI Congreso de Economía Austríaca (26/27 de septiembre de 2018). La charla está disponible en el canal de YouTube del Instituto Juan de Mariana. Por supuesto, todas las imprecisiones y errores que pueda contener esta carta son responsabilidad mía.



euros por su papel de **intermediario financiero** (diez mil cuatrocientos que le devolverá su cuñado, menos diez mil doscientos que entregará a su madre).

Hasta aquí no hay ningún descalce de plazos y el riesgo proviene de que su cuñado no pague en tiempo y/o forma lo que debe. Imaginemos ahora que la madre de Julián le dice que le presta ese dinero, pero que, a lo mejor, lo necesita dentro de tres meses para cambiar de automóvil. En ese caso, si Julián sigue adelante con la operación financiera, empieza a incurrir en un claro **riesgo de liquidez** (y solvencia) porque puede que su madre demande el dinero antes de que él lo recupere. De ser así, Julián necesitará que alguien le preste diez mil euros (más los intereses correspondientes) dentro de tres meses, para poder devolver el dinero a su madre.

Pues bien, esto mismo es lo que hacen los bancos, pero con mucho mayor riesgo de descalce y de liquidez, presuponiendo siempre que podrán conseguir refinanciar su deuda, gracias a que, en última instancia, podrán ser rescatados por los bancos centrales. Esto equivaldría a que Julián pudiera, como último recurso, acudir siempre a su padre si no consiguiese que nadie le refinancie, para devolver la deuda a su madre si esta necesitase el dinero antes de que recupere lo prestado a su cuñado.

Este continuo descalce llevado a cabo por el sector bancario (y otros agentes económicos, muy relevantes, como la denominada "banca en la sombra") conduce al clásico **aplanamiento en la curva de tipos**, incentivando a un mayor endeudamiento de los agentes para desarrollar proyectos de inversión de más largo plazo y, por tanto, más ilíquidos (imaginemos que el cuñado de Julián aprovecha esta rebaja de tipos de largo plazo para pedirle el dinero para otro proyecto, ahora más atractivo, a diez años) y desincentivando, consecuentemente, el ahorro a largo plazo. Sin embargo, y esta es la clave, no se ha producido una coordinación entre los planes de los ahorradores y el de los empresarios. Los ahorradores están financiando a corto plazo porque desean consumir en el corto plazo (recordemos a la madre de Julián y el automóvil). Los empresarios (el cuñado de Julián), no obstante, encuentran financiación a largo plazo a través del sistema bancario (Julián), como si esa coordinación sí existiera (proyecto empresarial a diez años). Esta descoordinación puede perdurar en el tiempo, incrementando los riesgos asumidos por el sector bancario, volviéndolo más **frágil e inestable** y generando una competencia por los recursos de los agentes económicos que suele desencadenar **inflación** y, en ocasiones, **burujas** de activos.

¿Cómo llegamos a esta inflación? Por un lado, los empresarios están centrados en nuevos planes de largo plazo y más alejados del producto final (proyectos que tardan años en llevarse a cabo, como puede ser desarrollar una nueva maquinaria – bien de capital – para la fabricación más eficiente de automóviles). Por otro lado,

los ahorradores, como hemos comentado, tienen planes de consumo de corto plazo (la compra del automóvil se desea realizar ahora). Conforme van realizando esos planes, la demanda de los bienes ya producidos o bienes de consumo se eleva, generando presiones inflacionistas, ya que no se están fabricando suficientes bienes de consumo para satisfacer la demanda actual (el empresario está invirtiendo el crédito en desarrollar la nueva maquinaria, no en agilizar la producción de automóviles). Esta presión inflacionista se exagera, además, al competir los nuevos proyectos con el resto de los agentes por los mismos factores productivos (trabajo, capital, materias primas). **Si hubiera una coordinación entre ahorro e inversión temporal, los factores productivos se destinarían a proyectos demandados por el ahorrador según sus preferencias temporales y esta presión desaparecería.**

Como esto no sucede, todas las etapas productivas compiten por los mismos recursos, desencadenando procesos inflacionistas de primer (subida salarial y de materias primas, por ejemplo) y segundo orden (subida salarial permite demandar más productos y, además, se producen **cueros de botella** en las materias primas, al no alcanzar la oferta a abastecer a la creciente demanda, lo que dispara sus precios). Adicionalmente, salvo que los bancos centrales traten de evitarlo, suben los tipos de interés, al competir también los agentes por el crédito bancario para poder llevar a cabo sus planes de consumo e inversión.

Eventualmente, la descoordinación entre los planes de ahorro (y financiación) de corto plazo y los proyectos de inversión de largo plazo deviene insostenible, al demostrarse poco rentables o ruinosos muchos de estos proyectos. Empieza entonces una fase (desesperada) de **lucha por la liquidez** de los agentes, buscando refinanciar su deuda para no verse forzados a abandonar sus planes empresariales. Sin embargo, los financiadores se vuelven más cautos en este entorno y restringen la oferta de crédito, con lo que los tipos de interés se ven presionados al alza, empeorando la situación financiera de las empresas. Para poder devolver parte de la deuda, los empresarios proceden a abandonar los proyectos de inversión con peores perspectivas, iniciándose una caída en la demanda de factores productivos (empiezan los despidos y cae la demanda de materias primas). Empero, la liquidez que hay en el sistema no alcanza a sostener al resto de los proyectos que los empresarios luchaban por mantener y se inicia la fase de **depresión**, más o menos pronunciada, en la que se liquidan empresas y se desploma la demanda de factores productivos, cayendo los precios de manera generalizada (deflación) y el tipo de interés (menor demanda de crédito).

En este momento es cuando se ve el enorme riesgo incurrido por la banca con el descalce de plazos, al encontrarse con que sus activos (préstamos) pierden gran

parte de su valor (los proyectos que respaldan quiebran o generan menos flujo del esperado). Al operar, además, con un endeudamiento enorme, una pequeña pérdida en el valor de los activos puede fulminar todos los fondos propios de la entidad. De ahí que, en los peores momentos, la mayoría de las entidades bancarias realizan grandes ampliaciones de capital que ayuden a evitar la quiebra y se abocan, en mayor o menor medida, al rescate por parte de la banca central. Este es uno de los motivos por los que, históricamente, hemos sido aversos a la inversión en el sector financiero. **El descalce de plazos, unido al gigantesco endeudamiento, convierte al sector financiero (especialmente, el bancario) en un negocio frágil e insostenible a largo plazo** (salvo honrosas excepciones presentes en nuestras carteras, como **S&U, AerCap o Catalana Occidente**, donde la gestión prudente de los plazos y del endeudamiento, los convierte en excelentes negocios). Dejo, como reflexión, si los bancos asumirían tanto riesgo, tan perjudicial para la economía por la descoordinación y ciclos que generan, de no existir la figura del banco central.

Por último, la fase de depresión obliga a una reestructuración de las etapas productivas, acompañándose a los planes de ahorro/consumo de las economías. Un proceso doloroso de **recapitalización**, aunque necesario para que la economía inicie, cuanto antes, su fase de recuperación. De ahí que, la mayoría de las medidas de intervención por parte de los bancos centrales o de los gobiernos, contribuyen negativamente a esta recuperación, al distorsionar el comportamiento de los agentes económicos y manteniendo en el tiempo una situación de recesión o de estancamiento.

En definitiva, como hemos podido ver a lo largo de estas páginas, la TACE nos ayuda a tener una visión más global de lo que puede estar moviendo la oferta y la demanda de las materias primas, así como sus precios, mientras que el análisis clásico del ciclo del capital se centra exclusivamente en la oferta de la industria, al renunciar a entender lo que subyace a la demanda y a la formación de precios. Esto es especialmente cierto en los ciclos coordinados de las materias primas, en los que los precios se mueven al unísono y donde las dinámicas propias de cada materia prima pierden gran parte de su relevancia. El último **superciclo de las materias primas** es un claro ejemplo de este fenómeno.

## El superciclo de las materias primas

*Históricamente, se han producido ciclos alcistas en las materias primas cada veinte o treinta años.*

— Jim Rogers

El superciclo de las materias primas hace referencia a la gran subida que experimentaron estas, en términos generales, en la primera década de este siglo.<sup>7</sup> ¿Por qué se inicia este superciclo? Por dos motivos. Por un lado, la fuerte caída de precios en el sector en los años 90, derivada del exceso de capacidad productiva y oferta de muchos años, llevó a que las inversiones en nueva producción se redujeran drásticamente (recordemos la fase de “pesimismo inversor” en el análisis del ciclo del capital). Por otro lado, el pinchazo de la burbuja de las puntocom, unido al impacto del terrible atentado del 11 de septiembre de 2001, llevó a la Reserva Federal a **rebajar drásticamente los tipos de interés** (del 6,5% al 1%). Este movimiento fue imitado por el resto de los bancos centrales. ¿El objetivo de esta rebaja? Dar alas a la banca para que estimularan el crédito y reflotasen las economías. ¡Y vaya si lo consiguieron!

Los bancos y el resto de los intermediarios financieros de *todo* el mundo iniciaron el proceso de expansión crediticia, mediante el **descalce de plazos** que explicamos anteriormente, aprovechando el apetito y la elevada capacidad de endeudamiento de las empresas y ciudadanos en aquellos años. La nueva deuda se destinó fundamentalmente, como todos sabemos, a la compra y construcción de nueva vivienda, desencadenando una de las mayores burbujas globales que se recuerdan, en la que la creencia popular era que los precios de las casas nunca iban a bajar. La descoordinación entre los planes de ahorro y de inversión derivó en la clásica competencia por los factores productivos, contribuyendo a elevar la **inflación** de salarios, de bienes de consumo y de capital, así como de las materias primas. Estas últimas sufrieron un enorme cuello de botella en el periodo, fruto de la escasa capacidad productiva de inicios de siglo y de la creciente demanda, derivada de esta expansión crediticia y de otro factor, igual de relevante: el crecimiento y desarrollo económico de **China** en el periodo.

---

<sup>7</sup> Aunque hay autores que sitúan el inicio exacto de este ciclo alcista en el año 2001, es cierto que algunas materias primas experimentaron sus mínimos de cotización a finales de los años 90.

¿El resultado de esta tormenta perfecta? Subidas verticales en el precio de todas las materias primas. Así, si nos fijamos en algunas de las materias primas que están o han estado presentes en nuestras carteras, el **cobre** se anotó cerca de un 550% de rentabilidad, el **petróleo** más de un 700%, el **carbón metalúrgico** alrededor del 900% y el **uranio** más de un 1.300% hasta los máximos que alcanzaron en el año 2008. De ahí lo de *superciclo*. Todas estas alzas devolvieron el optimismo a los empresarios del sector, disparando las **inversiones** en nueva capacidad productiva y en exploración de nuevos yacimientos. Sin embargo, la inflación generalizada llevó a los bancos centrales a iniciar paulatinas **subidas de tipos de interés**, precipitando el pinchazo de las burbujas y desencadenando la Gran Recesión de 2008 y siguientes años, con el consecuente rescate de entidades bancarias y economías por parte de bancos centrales y otros organismos. El desplome de la demanda, fruto de esta crisis económica, unido a la inversión en nueva capacidad productiva incentivada por los precios tan elevados, llevaron a un **exceso de oferta** en el sector de las materias primas, causando desplomes en sus precios. Desde los máximos alcanzados en 2008, el **cobre**, el **carbón metalúrgico** y el **uranio** perdieron alrededor de un 70% de su valor, mientras que el **petróleo** cayó cerca del 80%.

Los bancos centrales de todo el mundo, así como los gobiernos, reaccionaron con **planes de rescate/estímulo** sin precedentes, hasta esa fecha, expandiendo el balance los primeros e incrementando el gasto público los segundos. Estas medidas dificultaron, sobremanera, la liquidación de inversiones improductivas y el ajuste de la estructura de capital de las economías, desencadenando nuevos cuellos de botella en las materias primas. Así, hasta los máximos que alcanzaron en 2011, el **cobre** y el **petróleo** se apreciaron cerca de un 250%, el **carbón metalúrgico** alrededor del 200% y el **uranio** "solo" un 75%. En ese momento, el ajuste productivo se hizo inevitable y todas las materias primas vivieron un desplome (más o menos acusado), que contribuyó, durante algunos años, a reajustar y recapitalizar los sectores de acuerdo con los planes reales de ahorro/consumo de los agentes económicos.

A partir de entonces, las dinámicas de oferta y demanda propias de cada materia prima (y, por tanto, el análisis del ciclo del capital) volvieron a ganar relevancia, generando distintas oportunidades que hemos intentado aprovechar, generalmente con éxito, desde el año 2015.

## Nuestra historia inversora en las materias primas

*La cura para los precios bajos (de las materias primas) son los precios bajos. La cura para los precios altos son los precios altos.*

— Rick Rule (Sprott Inc y Sprott US Holdings)

Antes de comentar algunos ejemplos de inversión que hemos realizado estos últimos años, resulta fundamental explicar cómo hacemos nuestra aproximación al sector de las materias primas.

En primer lugar, analizamos, utilizando las herramientas que hemos comentado en las páginas anteriores, las **dinámicas de oferta, demanda y precio de la materia prima**. Si, como consecuencia de este análisis, llegamos a la conclusión de que se presenta una situación favorable para el sector, entonces pasamos al siguiente nivel: elegir las empresas potencialmente invertibles.

Este segundo paso nos lleva a buscar aquellas compañías que, en mayor o menor medida, cumplan con nuestros **principios de inversión**. En concreto, trataremos de identificar aquellos jugadores que se sitúen en la parte baja de la curva de costes o que operen con pocas necesidades de capital y que cuenten con un bajo endeudamiento, ya que, estos dos factores, nos protegerán si la tesis alcista tarda en materializarse o, si directamente, hemos errado en nuestro análisis sectorial. Adicionalmente, estudiaremos la gestión de capital histórica de los equipos directivos, así como el accionariado y los planes de retribución, para tratar de asegurarnos que los intereses de los directivos de las empresas están alineados con los de sus accionistas.

Por último, buscaremos las situaciones de mayor **convexidad** (ver [aquí](#)), es decir, oportunidades de inversión en las que se maximiza el binomio de rentabilidad (potencial de revalorización que estimamos para la inversión) y riesgo (escenario de pérdida permanente de capital).

Aclarado esto, procedemos ahora a ver el primer caso de inversión: el **cobre**.

### EL CASO DEL COBRE

A primeros de 2016, después de dedicar semanas de estudio al sector, decidimos tomar posiciones en la industria del cobre. Dos motivos nos animaron a ello. Por un

lado, la caída del precio del cobre de más del 50% desde los máximos de 2011, fruto del ajuste productivo global derivado del pinchazo de la burbuja que comentamos anteriormente, colocó a la industria en una situación insostenible, en la que alrededor del 20% de los productores no podían generar flujos de caja positivos. Esto llevó a una parálisis en la inversión en nuevos proyectos. Por otro lado, no menos importante, la demanda futura del cobre seguía manteniendo su fortaleza intacta, gracias al bajo consumo per cápita en China, la revolución de las renovables, el desarrollo del mercado de vehículos eléctricos o las perspectivas de electrificación en países como India.

Por todo ello, invertimos a primeros de 2016 en las compañías **Antofagasta** y **Freeport-McMoRan** ("Freeport", en adelante) y, más recientemente, en **Atalaya Mining**. **Antofagasta** cumplía a pies juntillas todo lo deseable para invertir en el sector, al contar con activos que producen cobre en la parte baja de la curva de costes (Los Pelambres), un balance sólido y un accionariado controlado por el Grupo Luksic, lo que le permitía generar caja en entornos complicados y garantizaba una visión creadora de valor a largo plazo en las decisiones de sus directivos. **Freeport**, por su parte, contaba también con activos extraordinarios (Grasberg), pero las decisiones pasadas de gestión de capital y su endeudamiento, la convertían en una inversión con mayor riesgo. Por este motivo, decidimos destinar más peso a **Antofagasta**, aunque, conforme pasaron los años, fuimos incrementando nuestra inversión en **Freeport**, merced a una mejora del balance de la compañía, de la situación del mercado y de la gestión de esta (se notó la presencia del inversor activista Carl Icahn en el accionariado).

Al poco tiempo de iniciar nuestra inversión en estas dos compañías, nuestra tesis sobre el cobre comenzó a materializarse, iniciando su precio una escalada que aún persiste y dando alas a las compañías cotizadas del sector. De este modo, **Antofagasta** alcanzó, rápidamente, nuestra valoración objetivo, obteniendo una revalorización superior al 70% en menos de un año, mientras que **Freeport** (siempre más barata por los riesgos iniciales que comentamos) la liquidamos este trimestre, con unas plusvalías acumuladas (sin contar rebalanceo de peso de nuestra inversión) del 150%, aproximadamente.

En cuanto a **Atalaya Mining**, la compañía dueña del proyecto Riotinto de Huelva sigue presente en Horos Value Iberia, con unas plusvalías acumuladas cercanas al 150% desde que iniciamos nuestra posición en el segundo trimestre de 2020.

Vamos, ahora, con dos sectores en los que aún vemos un elevado potencial de revalorización: el **carbón metalúrgico** y el **uranio**.

## EL CASO DEL CARBÓN METALÚRGICO

Como suele suceder en los sectores más cíclicos, empezamos a mirar con interés el sector del carbón en la segunda mitad de 2019, tras las fuertes caídas experimentadas por el precio de esta materia prima en los últimos tres años. El descenso se produjo en los dos tipos de carbón, el térmico y el metalúrgico, por lo que estudiamos las dinámicas de ambas industrias. Aunque pensábamos (y seguimos pensando) que hay compañías productoras de carbón térmico muy baratas, correctamente gestionadas y con fuerte capacidad de generación de caja en entornos muy complicados, nos preocupa que las presiones populares y las decisiones políticas, afecten, aún más, a las dinámicas del sector. Por este motivo, decidimos descartar (al menos, por ahora) la inversión en el carbón térmico.

Sin embargo, nos sentimos muy atraídos por la situación del carbón metalúrgico. Mientras que el carbón térmico se utiliza, fundamentalmente, como combustible fósil en la generación de energía, el carbón metalúrgico se destina al proceso productivo del acero. Aunque también sufre ciertas presiones y existe un riesgo de paulatina sustitución (hornos de arco eléctrico), pensamos que la demanda para los próximos años de este tipo de carbón seguirá siendo estable y, especialmente, para el de mayor calidad. A esto se añade una capacidad productiva estancada y una parálisis en las inversiones en nuevos proyectos, por los desincentivadores precios a los que cotiza este carbón. Por tanto, nos encontramos, a nuestro entender, ante otra situación de precios insosteniblemente bajos.

Como sabe, para invertir en este sector, nos decantamos por la compañía **Warrior Met Coal**. Uno de los escasos productores puros (100%) metalúrgicos, con un producto con elevada calidad (cercana a la del carbón metalúrgico de referencia de Australia), un balance muy sólido, estructura de costes flexibles y fuerte capacidad de generación de caja.

## EL CASO DEL URANIO

Ya hemos analizado las dinámicas de este elemento químico en anteriores ocasiones, por lo que no vamos a repetirlas aquí. Sin embargo, recomiendo visionar (ver [aquí](#)) la presentación que tuve el placer de hacer para el Summer Summit de Value School, titulada "Value Investing a lo largo del ciclo del capital. El caso del uranio" y subida a nuestro canal de YouTube el pasado mes de noviembre. En ella explico, como el título indica, la historia del uranio a través de los distintos ciclos de capital que ha vivido, haciendo hincapié en el actual y las oportunidades de inversión que se nos presentan.



Para terminar con esta sección, vamos a hablar de un último caso de inversión en materias primas. Una industria que nos ha dado alegrías y tristezas a partes iguales: el **petróleo**.

## EL CASO DEL PETRÓLEO

Como siempre, la brusca caída del precio del petróleo, derivada de los mismos motivos que hemos comentado para otras materias primas, despertaron nuestro interés en este sector. Tras nuestro análisis inicial, nos encontramos con una situación de mercado en la que la inversión en producción empezaba a contraerse y la demanda "sufría" por las consecuencias de los excesos de la burbuja del pasado. Ante un panorama algo oscuro, decidimos invertir en el sector, a finales de 2014, a través de dos compañías donde errar en la tesis no nos supondría perder dinero, gracias a contar con modelos de negocio poco intensivos en capital y un margen de seguridad en la valoración muy elevado. Hablamos de **TGS-NOPEC** ("TGS", en adelante) y **Applus Services** ("Applus").

**TGS** se dedica a proveer a la industria de petróleo y gas de datos sobre las propiedades geológicas y físicas de yacimientos *onshore* (tierra firme), convencionales y no convencionales, y *offshore* (bajo el mar). Para la obtención de esos datos, **TGS** realiza exploraciones alquilando la maquinaria utilizada (barcos, por ejemplo), con lo que, en entornos de estrés, puede reducir sus inversiones drásticamente, permitiendo a la compañía seguir generando caja y aprovecharse de las oportunidades que surjan en un momento de depresión inversora.

Por su parte, **Applus** cuenta con varias divisiones de certificación, ensayos e inspección, en industrias tan dispares como la de los automóviles, la alimentación o la energía. Precisamente, en aquel momento, **Applus** contaba con más del 50% de sus ingresos provenientes del sector del petróleo y del gas, con lo que su cotización sufrió un severo castigo. Sin embargo, al igual que sucede con **TGS**, **Applus** tiene un modelo de escaso capital empleado y, adicionalmente, su diversificación sectorial le protegía de escenarios muy adversos.

En ambos casos la rentabilidad que obtuvimos fue positiva, superior al 30% en **Applus** y cercana al 100% en **TGS**, sin contar el aporte positivo de los rebalances en el periodo en el que fuimos accionistas de estas compañías.

No obstante, no termina aquí nuestra historia más reciente con el sector del petróleo. Según fue pasando el tiempo, se hizo evidente que un gran pesimismo

inversor se había adueñado de esta industria. Por un lado, el menor crecimiento esperado en muchas economías (China, especialmente), la mayor eficiencia en el consumo energético de los países y la adopción del vehículo eléctrico, han llevado los últimos años a pronosticar un frenazo en el crecimiento de la demanda del petróleo. Por otro lado, el boom de la producción de Estados Unidos, merced a la revolución que ha supuesto el *shale oil* (petróleo de esquisto) y alimentado por continuas mejoras productivas, llevó a vaticinar una especie de superávit permanente en el sector y, como consecuencia, precios bajos para los siguientes años.

Nuestra visión, no obstante, no era tan negativa e, incluso, pensábamos que, de no tomar los productores cartas en el asunto, la realidad iba a ser justo la opuesta, con un mercado en déficit y precios elevados los años siguientes. ¿Los motivos? Por el lado de la demanda, incluso siendo optimistas con la adopción del vehículo eléctrico, no veíamos el colapso que muchos auguraban. Por el lado de la oferta, nos parecía insostenible el ritmo de producción del petróleo de esquisto de Estados Unidos, dada su previsible caída en productividad y, especialmente, por la (extraordinariamente) barata financiación que los proyectos estaban disfrutando, pese a la escasa/nula rentabilidad de muchos de ellos. Dicho esto, incluso si la industria del *shale* resistía durante más tiempo del que esperábamos, había otro factor muy relevante en la ecuación de la oferta que no se podía obviar: la tasa de declino de los yacimientos convencionales se mantenía imperturbable. Si los precios del petróleo no se volvían más atractivos, las inversiones en nueva producción no iban a llegar, con lo que nos encontrábamos ante la situación que siempre buscamos al invertir en una materia prima: un potencial cuello de botella.

Con estos mimbres, estudiamos cómo podíamos aprovecharnos de este desequilibrio y, tras comparar las distintas alternativas, decidimos decantarnos por las compañías dueñas de plataformas petrolíferas.<sup>8</sup> ¿Por qué las plataformas? Las compañías petroleras habían reducido drásticamente la inversión y explotación en los yacimientos *offshore*, especialmente los de aguas profundas, por sus peores rentabilidades en entorno de precios bajos. Sin embargo, ante la perspectiva del potencial cuello de botella que anticipábamos en nuestro análisis, estábamos convencidos de que la inversión y explotación de pozos *offshore* se iría reactivando, beneficiando a las compañías dueñas de plataformas petrolíferas. Solo faltaba ver en cuál de ellas invertir.

Finalmente, a mediados de 2017, nos decantamos por la compañía **Borr Drilling**, entidad de reciente creación que se había hecho con una flota de plataformas

---

<sup>8</sup> Por el camino, invertimos también en las compañías de ingeniería Técnicas Reunidas y Petrofac, arrojando también plusvalías importantes.

autoelevables (*jack-ups*) a precios de derribo, aprovechando la delicada situación de algunos jugadores del sector. Estas plataformas se utilizan para la explotación en aguas poco o muy poco profundas, que serían las primeras en reactivarse de llegar la reinversión en el sector. La compañía, además, presentaba un balance sin deuda, con lo que no incurríamos en riesgos financieros. El precio del petróleo, que ya llevaba algunos meses recuperando terreno desde los mínimos de 2016, siguió subiendo los meses posteriores a nuestra entrada en **Borr Drilling**, con lo que la cotización vivió una fuerte y rápida apreciación, anotándonos un 60% aproximado de revalorización en el breve tiempo que estuvimos invertidos. Además, decidimos cambiar la inversión por otra compañía que nos daba exposición a la siguiente área de recuperación de la industria y, por tanto, con mayor palanca: **Valaris** (antigua EnSCO).

La compañía americana era, en el momento de nuestra inversión, una de las más importantes del sector, con una flota de plataformas superior a las sesenta unidades, de las cuales el 60% eran plataformas *jack-up* y siendo el resto plataformas especializadas en aguas más profundas (*floaters*, por ejemplo). Se trataba de una inversión, por tanto, con mayor riesgo e iliquidez en su negocio, ya que los flujos de caja tardarían más tiempo en producirse. Al igual que sucedió con **Borr Drilling**, la inversión dio pronto réditos y obtuvimos plusvalías cercanas al 100% en unos pocos meses (aunque nunca llegamos a liquidar el 100% de nuestra posición).

Sin embargo, pronto la tesis que manteníamos en el sector comenzó a deteriorarse; especialmente, por el lado de la oferta. Por un lado, la producción del petróleo de esquisto de Estados Unidos, lejos de frenar su crecimiento, mantenía su ritmo imparable. Por otro lado, como consecuencia de lo anterior, la reactivación de pozos en aguas profundas se estaba dando a un ritmo más lento de lo deseable, con lo que los precios de los alquileres de las plataformas se mantenían a precios de derribo, deprimiendo la valoración de los activos de las compañías dueñas de las flotas, como **Valaris**. Adicionalmente, **Valaris** contaba con un importante endeudamiento, sostenido por la valoración de sus activos. Si la tesis tardaba en cumplirse, el valor de la flota podía deteriorarse al no producirse los flujos esperados por la compañía, lastrando sus capacidades para hacer frente a la deuda y las necesidades operativas y de inversión del negocio y, adicionalmente, volverse menos atractivas si necesitaba desprenderse de alguna de estas plataformas. En otras palabras, el negocio de **Valaris** (y del resto de compañías del sector) podría sufrir un importante deterioro en su liquidez.

El castigo no tardó en llegar en bolsa, con fuertes caídas para la compañía y el resto del sector. A posteriori, es fácil ver que deberíamos haber liquidado nuestra

inversión en **Valaris** en ese momento. Sin embargo, optamos por una solución intermedia: reducir la exposición en **Valaris**, retomar nuestra inversión en **Borr Drilling** e iniciar una nueva en **Shelf Drilling**, manteniendo estable la exposición total al sector y reduciendo, en parte, el riesgo financiero y operativo que asumíamos. Pronto pudimos ver que el cambio no iba a dar sus frutos por el fuerte deterioro que vino después, derivado de un doble impacto, casi simultáneo. Por un lado, Arabia Saudí y Rusia rompieron su acuerdo de producción, terminando la primera con su política de recortes y desencadenando una caída intradía histórica del petróleo de más del 30%. Por otro lado, el impacto de la pandemia del coronavirus en la demanda del petróleo terminó de asestar la estocada mortal al sector.

Por nuestra parte, a finales de febrero, antes de que el sector recibiera estos dos tremendos puñetazos, imposibles de prever, decidimos liquidar nuestra inversión en **Valaris** con fuertes minusvalías, viendo que la tesis no iba a cumplirse ni en tiempo, ni en forma. Además, decidimos no incrementar nuestra inversión en **Borr Drilling** y **Shelf Drilling** con las caídas que experimentaron, dejándolas con un peso residual. Al poco tiempo, liquidaríamos también **Borr Drilling** y, desde entonces, mantenemos un peso muy reducido en **Shelf Drilling**.

¿Qué errores cometimos, por tanto, en nuestra inversión en las plataformas petrolíferas? Como se desprenden de las líneas anteriores, erramos en nuestro análisis de la oferta del petróleo, al presuponer que la racionalidad llegaría pronto al mercado de deuda del petróleo americano y al minusvalorar la capacidad de mantener la elevada productividad de los pozos. Por otro lado, quizás más doloroso, pecamos de optimismo en nuestro escenario base, infravalorando el riesgo de liquidez del negocio de las compañías en las que fuimos invirtiendo, al asumir que el valor de las plataformas podría respaldar, sin mayores problemas, los pasivos de estas entidades.

En definitiva, un ejemplo claro y contundente de por qué no podemos **NUNCA** pecar de optimistas en las valoraciones de los negocios más cíclicos y, especialmente, en lo que concierne a su endeudamiento y riesgo de liquidez porque el tiempo **SIEMPRE** irá en tu contra.

## Movimientos más destacados

*No tenemos control sobre los resultados, pero podemos controlar el proceso.*

— Michael Maubossin

A continuación, se incluye un resumen con los movimientos más reseñables de las carteras de nuestros fondos:

### HOROS VALUE INTERNACIONAL

#### Reducciones/salidas:

#### FINANCIERAS

Peso estable en el 22,2%

Posiciones comentadas: Catalana Occidente (4,5%), Qivi (vendida) y KKR (vendida)

Aunque mantenemos el peso estable a nivel sectorial, se han producido varios movimientos de ajustes, entradas y salidas que merecen la pena que comentemos.

La reducción de peso de **Catalana Occidente** se produce, única y exclusivamente, por la excelente evolución de su cotización desde que iniciamos la posición, con una subida que ronda el 85% en estos momentos. Seguimos pensando que, a los precios actuales, el mercado está infravalorando la calidad y capacidad de generar beneficios de su negocio de crédito, la estabilidad y recurrencia de los ramos tradicionales de seguros, así como el gran exceso de reservas que la compañía mantiene en su balance para potenciales oportunidades corporativas que puedan surgir. De ahí que, aunque hayamos reducido el peso, la sigamos manteniendo entre nuestras principales posiciones.

Las salidas de **KKR** y **Qivi** se producen por motivos (y tras comportamientos) muy diferentes. En el caso de **KKR**, vendimos la totalidad de la inversión al quedarse sin atractivo, tras la buena evolución que ha presentado la compañía en bolsa y ante las nuevas oportunidades que han ido surgiendo. Por su parte, hemos desinvertido en **Qivi** en dos fases. Por un lado, redujimos drásticamente la posición, hasta el 1% del fondo, tras la última publicación de resultados de la compañía en la que, pese a los excelentes números presentados, el equipo directivo se tornó muy cauto por algún nubarrón regulatorio que veían en el horizonte y que podía afectar, en el escenario más negativo, de manera relevante a la pata de apuestas de su negocio de pagos (fuente, muy importante, de generación de caja de la compañía). A esto

había que añadir los continuos intentos de venta de acciones por parte del equipo directivo, cada vez que la acción se acercaba a los 20 dólares, mandando un claro mensaje sobre sus perspectivas futuras para el negocio. Por otro, a mediados de diciembre el regulador bancario ordenó restricciones a las transferencias al extranjero, así como en las recargas de tarjetas de prepago, facilitadas por la compañía, en un intento de endurecer su política de control de blanqueo de capitales. Ante esta incertidumbre, decidimos terminar de vender nuestra inversión en **Qivi**, ya que, a nuestro entender, el binomio rentabilidad-riesgo ha sufrido un fuerte deterioro.

### PLATAFORMAS TECNOLÓGICAS

Reducimos exposición del 5,4% al 4,1%

Posiciones comentadas: Baidu (2,2%) y Naspers (1,9%)

En realidad, podríamos replicar el comentario que realizamos en la pasada carta trimestral, dada su vigencia: *Continuamos con la paulatina reducción de peso en el segmento de plataformas tecnológicas. Un sector de gran calidad, en el que hemos mantenido una posición histórica significativa. Sin embargo, como siempre recalcamos, el margen de seguridad es lo más importante para obtener retornos sostenibles en el tiempo y las dinámicas actuales de mercado, que ya hemos comentado al inicio de esta carta, están encareciendo estas compañías a un ritmo imparable.*

Dicho esto, en esta ocasión, además de proseguir con la reducción de peso en **Naspers** (holding sudafricano, como sabe, a través del que invertimos en la empresa china de plataformas tecnológicas **Tencent**), este trimestre hemos bajado también nuestra exposición en el otro gigante tecnológico chino que mantenemos en cartera: **Baidu**. Como ya destacamos en anteriores comunicaciones, la compañía ha conseguido, tras unos trimestres muy complicados, reconvertir sus servicios y desarrollar un ecosistema propio en torno a su superaplicación Baidu App, para hacer frente a las amenazas que suponían WeChat (**Tencent**), Alipay (**Alibaba**) y otras aplicaciones de reciente creación, que cuentan con una enorme aceptación y crecimiento en el país. Finalmente, la cotización de **Baidu** ha ido reconociendo los frutos de este trabajo, anotándose más de un 100% de revalorización desde los mínimos que alcanzó en marzo.

### OTROS

Ventas por el 0,9% del fondo

Posiciones comentadas: Brookfield Property Partners (3,0%)

Hemos reducido nuestra exposición a esta compañía de *real estate*, tras la excelente evolución que su cotización ha mostrado en el periodo. Entre los motivos que explican el buen comportamiento bursátil de **Brookfield Property Partners** ("BPY"), tenemos que destacar las recompras de acciones que la compañía ha ido realizando en el segundo semestre del año, así como la mejora de la situación en los centros comerciales que ostenta la compañía en Estados Unidos, donde el cobro de rentas ha mejorado sustancialmente en los últimos meses.

Sin embargo, aunque fuera del periodo que abarca esta carta, lo más destacable sucedió el 4 de enero de este nuevo año, con el anuncio del lanzamiento de OPA de **BAM**, por el resto de las acciones que no controla de **BPY**, a un precio de 16,5 dólares por acción (una prima del 14% sobre el cierre de diciembre). El precio nos parece alejado de la valoración que, a nuestro entender, merece **BPY** (su último NAV reportado, por ejemplo, se sitúa en los 26,80 dólares), por lo que vamos a mantener la inversión, a la espera de una potencial mejora en el precio ofertado. De hecho, en ocasiones anteriores, **BAM** ha procedido de esta manera.

Por tanto, nos encontramos, nuevamente, con un ejemplo del atractivo precio al que están cotizando las compañías que tenemos en cartera y cómo, en el caso de empresas familiares o similares, los accionistas de control están aprovechando la situación para intentar hacerse con el resto de las acciones que no ostentan. Esto nos deja siempre un sabor agrisado como accionistas, al realizarse el movimiento a precios alejados de nuestra valoración objetivo (caso de **Clear Media** o de **Sonae Capital**), pero contribuye a destacar el valor de nuestras inversiones más rápidamente.

### Incrementos/entradas:

#### FINANCIERO

Peso estable en el 22,2%

Posiciones comentadas: AerCap (5,1%), Semapa (4,1%) y GAMCO Investors.

Como destacamos en la sección de reducciones/salidas, pese a mantener estable el peso en el sector financiero, hemos realizado movimientos relevantes este último trimestre. Nos faltaba comentar los incrementos de peso en **Semapa** y **AerCap**, así como la entrada en **GAMCO Investors** (0,6%).

**Semapa** es un holding portugués dueño del 69,4% de la empresa papelera **The Navigator Company** ("Navigator", en adelante), además de contar con divisiones de cemento (Secil) y de medio ambiente (Grupo ETSA). Aunque tanto **Navigator**,

como el resto de las divisiones, han sufrido este año las consecuencias de la pandemia del coronavirus, pensamos que los resultados han demostrado una mayor fortaleza de la que podríamos esperar inicialmente. Así, **Navigator** ha conseguido mantener los márgenes EBITDA en niveles muy meritorios (incluso, por encima del 20% en el tercer trimestre), generando caja este 2020 y, lo más interesante para **Semapa**, repartiendo un elevado dividendo en un año tan complicado. Pese a ello, el mercado siguió penalizando fuertemente a la compañía en bolsa, por lo que hemos aprovechado para incrementar nuestra posición, ante las buenas perspectivas de **Navigator** para los próximos años, según vaya recuperándose la economía.

Por su parte, pensamos que la elevada incertidumbre que rodeaba al negocio de alquiler de aviones de **AerCap**, ha comenzado, de manera lenta, a reducirse. Por un lado, el relativo mayor control global sobre la pandemia y el trabajo de las aerolíneas para incrementar al máximo de sus posibilidades la seguridad sanitaria en sus vuelos, ha permitido una paulatina recuperación del tráfico aéreo. Aunque, siendo realistas, sigue muy lejos de los niveles deseables, la tendencia está siendo positiva. Por otro lado, las tan ansiadas vacunas para combatir la covid-19 pueden marcar un punto de inflexión definitivo para el sector de las aerolíneas, una vez comience a inmunizarse a la población. Aunque somos muy conscientes de que el panorama puede volver a cambiar (nuevas cepas más contagiosas, menor efectividad de las vacunas de la esperada o nuevos confinamientos), pensamos que el riesgo financiero o de liquidez de **AerCap** se ha reducido drásticamente.

Adicionalmente, el equipo directivo ha demostrado su capacidad para adaptarse a este entorno, renegociando con **Airbus** y **Boeing** un retraso muy importante de las compras de nuevos aviones, reduciendo así sus necesidades de inversión y ha aprovechado la mejora del mercado de capitales para refinanciar deuda a tipos más bajos. Por último, el pasado trimestre realizaron un deterioro en el valor de su flota de algo más de 900 millones de dólares, impactando los riesgos de flujos que esperan para sus aviones más antiguos. Tras este deterioro (el único y último que esperan hacer) de su flota, el NAV de **AerCap** se sitúa, a cierre del tercer trimestre, en los 69 dólares por acción, un 50% por encima de su cotización en los momentos que escribo estas líneas y pese a que ha recuperado ya un 330% desde los mínimos que alcanzó en lo peor de la crisis.

Por último, este trimestre hemos iniciado una posición en la gestora **GAMCO Investors** ("GAMCO"). Los seguidores de la filosofía de inversión *value* seguro que conocen esta gestora con origen en 1977 y establecida por el legendario inversor Mario Gabelli, que hoy ostenta los cargos de Presidente, Consejero Delegado y Co-Director de Inversiones de la firma. **GAMCO** cuenta con un patrimonio bajo gestión



cercano a los treinta mil millones de dólares, repartidos entre fondos de inversión propios y servicios de gestión de carteras para grandes cuentas.

Al igual que la mayoría de las gestoras activas de fondos (no indexadas), **GAMCO** ha sufrido una fuerte salida de patrimonio los últimos tiempos, perdiendo más de un treinta por ciento de capital gestionado desde el máximo de 2017. Sin embargo, pensamos que, en algún momento, la gestión activa volverá a aportar valor a sus partícipes y confiamos en el buen hacer de Gabelli y su equipo. Además, incluso asumiendo un escenario muy conservador de generación de caja para los próximos años, estaríamos comprando esta histórica gestora con un margen de seguridad extraordinariamente elevado, al cotizar por debajo de seis/siete veces su beneficio actual.

## OTROS

Compras por el 2,3% del fondo

Posiciones comentadas: Liberated Syndication (2,3%)

**Liberated Syndication** ("LSYN", en adelante) es una compañía que cuenta con una división de alojamiento y otros servicios para podcasts (Libsyn), así como otra de servicios, como registros de dominios y alojamientos, para páginas web (Pair Networks). Aunque Pair Networks contribuye hoy, de manera relevante, a la generación de caja de la compañía, el interés actual y futuro de **LSYN** radica en su división Libsyn. La industria de los podcasts está viviendo años de fuerte crecimiento, gracias a la adopción masiva de los dispositivos móviles inteligentes y a la creciente calidad en la oferta de contenidos. Libsyn es uno de los referentes en los servicios de alojamiento, con más de 75.000 programas alojados a cierre del tercer trimestre y una audiencia conjunta de 130 millones de usuarios activos mensuales, mostrando crecimientos de doble dígito anuales en ambas magnitudes. Por tanto, la compañía está bien posicionada para beneficiarse de esta tendencia de crecimiento.

A nivel de industria, es interesante destacar que es un sector muy fragmentado, en el que se han producido un sinnúmero de movimientos corporativos los últimos dos años, liderados por el reciente interés de los grandes jugadores tecnológicos. Especialmente relevante, en este aspecto, el papel jugado por **Spotify**, realizando varias adquisiciones y firmando contratos millonarios de exclusividad con programas líderes en audiencia, como es el caso de The Joe Rogan Experience.

Sin embargo, el interés de **LSYN** no está, exclusivamente, en las buenas perspectivas de su negocio. Los cambios que se han producido en su equipo

directivo pueden suponer un giro muy importante en su gestión y en nuestra rentabilidad final como accionistas. En concreto, en octubre de 2019 presentó su dimisión el Director Financiero de la compañía, ante la denuncia de la SEC ("CNMV" de Estados Unidos) al detectar malas prácticas contables y de comunicación en FAB Universal, antiguo holding dueño de **LSYN**. La denuncia de la SEC también fue contra el Consejero Delegado, quien presentó su dimisión en agosto de 2020, tras alcanzar un acuerdo económico, a mediados de 2020.

Al margen de la denuncia de la SEC, fue el accionista CAMAC, con un papel activista, el que consiguió cambiar al equipo directivo, después de mucho tiempo peleando públicamente contra las malas prácticas retributivas de estos directivos y sus deficientes decisiones en la gestión de capital de la empresa. Tras estos cambios, CAMAC ha conseguido hacerse con varios puestos en el Consejo, la compañía ha fichado a un director financiero de gran experiencia y está buscando un Consejero Delegado que ayude a implementar los cambios estratégicos aprobados por **LSYN**, centrados en jugar un papel activo en la consolidación del sector, así como renovar su servicio de publicidad para podcasts y preparar su salida al índice NASDAQ (hoy **LSYN** cotiza en un mercado OTC, lo resta visibilidad y negociabilidad a la compañía, al no cubrirla analistas y estar fuera del foco del inversor institucional).

Por último, en un último giro de los acontecimientos, prácticamente a la par que invertimos en la compañía, **LSYN** anunció que ha demandado a varios accionistas, procedentes de la fusión de una empresa china con el antiguo holding dueño de **LSYN**. Tras la fusión, el antiguo equipo directivo de **LSYN** descubrió el fraude contable en el que incurría esta empresa china, cuyos directivos acabarían en la cárcel. Pues bien, el nuevo equipo directivo de la compañía alega que, tras estudiar los papeles del caso en detenimiento, estos accionistas se hicieron con la participación en **LSYN** de manera fraudulenta y deben verse forzados a desprenderse de sus acciones. De conseguir su objetivo, la compañía amortizaría, posteriormente, estas acciones, reduciendo de manera muy importante el capital de **LSYN** e incrementando la participación (y el valor) para el resto de los accionistas. Sin duda, esta noticia ha animado aún más a la cotización, con una subida del 50% en las últimas semanas del año.

Por tanto, estamos ante una compañía con interesante perfil de crecimiento, un balance muy sólido (caja neta), con fuerte capacidad de generación de caja y un equipo directivo decidido a destapar valor para sus accionistas.

## HOROS VALUE IBERIA

### Reducciones/salidas:

#### FINANCIERO

Reducimos exposición del 21,0% al 16,7%

Posiciones comentadas: Catalana Occidente (7,0%) y Sonae Capital (vendida)

Como comentamos en la pasada carta trimestral, **Sonae Capital** recibió una oferta pública de adquisición (OPA) por parte de Efanor, el vehículo controlado por la familia Azevedo, equipo gestor de la compañía portuguesa, a un precio de 0,70 euros por acción. En su momento, redujimos algo nuestra exposición a la compañía, en función del resto de oportunidades de inversión que se nos presentaban en el momento y esperando la posibilidad de una mejora en el precio ofertado por Efanor. Finalmente, la mejora llegó (0,77 euros por acción) y, ante la imposibilidad de obtener mayor rentabilidad por esta inversión, decidimos vender toda la posición.

En cuanto a **Catalana Occidente**, los motivos de la reducción (y de mantener la inversión entre las principales del fondo) coinciden con los expuestos en el comentario de Horos Value Internacional.

#### OTRAS

Ventas por el 3,0% del fondo

Posiciones comentadas: Greenalia (0,8%)

Al igual que otras cotizadas del sector de las energías renovables, **Greenalia** ha vivido una fuerte apreciación bursátil desde nuestra entrada en la compañía (solo en 2020, se anota más de un 80% de revalorización), lo que nos ha llevado a reducir fuertemente nuestra exposición a esta, dada el menor margen de seguridad de la inversión y viendo otras alternativas más atractivas en los momentos actuales que, a continuación, comentaremos.

### Incrementos/entradas:

#### INMOBILIARIO

Incrementamos posición del 12,6% al 14,8%

Posiciones comentadas: MERLIN Properties (7,9%)

Proseguimos con el incremento de peso en esta SOCIMI por dos motivos, fundamentalmente. Por un lado, **MERLIN Properties** ("MERLIN") ha seguido demostrando la fortaleza de sus activos y el buen hacer de su equipo directivo en la última publicación de resultados, reforzando nuestra tesis de inversión. Por otro lado, la reducción de peso o salida de otras inversiones con menor potencial ha liberado liquidez, que hemos utilizado para elevar nuestra exposición a compañías con mayor margen de seguridad en estos momentos, como es el caso de **MERLIN**. De ahí que la hayamos situado como principal posición de Horos Value Iberia.

## OTROS

Compras por el 1,9% del fondo

Posiciones comentadas: Grupo Elecnor (5,8%) y Ence (2,8%)

**Ence** es una compañía de celulosa y energía renovable, en la que hemos decidido entrar tras la venta del 49% de su negocio de energía, no afecto a la actividad de celulosa. Esta venta ha contribuido a poner en valor la división de energía (a nuestro juicio, el mercado no estaba reconociendo este valor) y, además, ha permitido a la compañía reducir, de manera ostensible, sus ratios de endeudamiento, en un momento negativo para su división de venta de celulosa, dados los deprimidos precios a los que hoy cotiza este producto. De hecho, pensamos que aquí reside, precisamente, la oportunidad de inversión. Si utilizamos la valoración de la transacción de energía para el resto del negocio que **Ence** mantiene, nos encontramos que el mercado no daba, prácticamente, ningún valor a la división de celulosa. Una ineficiencia que no puede durar mucho tiempo, ya que los precios de venta actuales de la celulosa son insostenibles, al haber muchos productores que no pueden generar caja en este entorno.

Curiosamente, se ha presentado una situación "similar" para **Elecnor**, la compañía española con divisiones de ingeniería, energía eólica (Enerfin) y concesiones de líneas de alta tensión (Celeo). A principios de este cuarto trimestre, la empresa **ACS** anunció la venta de Cobra, su filial de ingeniería, a la francesa **Vinci**, por unos 5.200 millones de euros. Pues bien, si aplicamos el múltiplo pagado por **Vinci** a la división de ingeniería de **Elecnor**, nos encontramos con que el mercado no estaría dando ningún valor a las divisiones de energía eólica y de concesiones de la compañía. Sin embargo, la nula cobertura de analistas en **Elecnor** y su baja liquidez, hacen que esta ineficiencia se mantenga, por lo que hemos aprovechado las ventas de otras inversiones para incrementar nuestro peso en esta excelente compañía.

## Actualidad

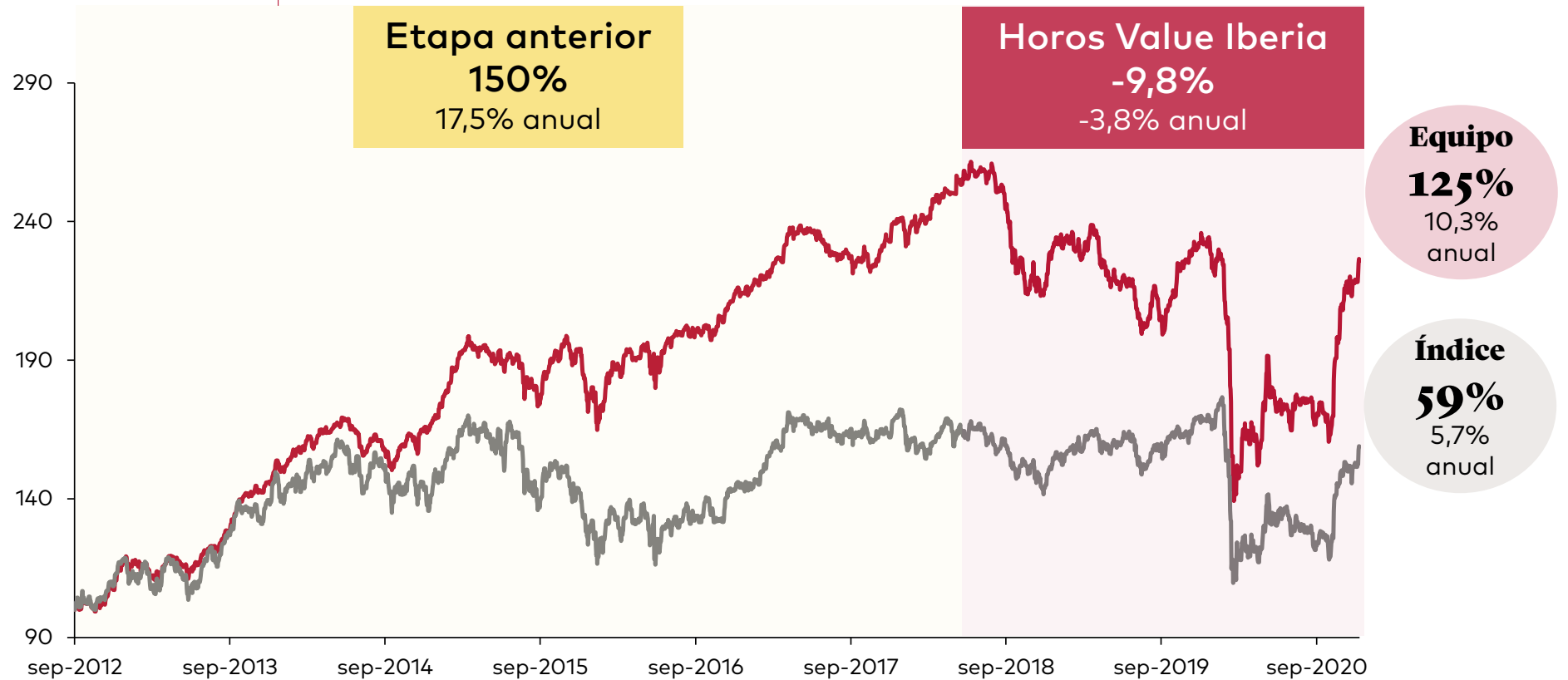
En cuanto a la actualidad más relevante de Horos, este trimestre celebramos, como sabe, nuestra II Conferencia Anual para Inversores. La conferencia se grabó en nuestra oficina y ya la tiene disponible en nuestro canal de YouTube (ver [aquí](#)). En ella hablamos de las dinámicas de los mercados los últimos años, posiciones históricas que demuestran que siempre hemos invertido allí donde encontramos las mejores oportunidades (un tema que, también, tratamos en la presente carta) y comentamos ideas actuales de inversión. Además, en la última parte de la presentación, tanto José María (nuestro Consejero Delegado), como el equipo gestor, respondemos a las preguntas que nos hicieron llegar por correo electrónico.

Por otro lado, continuamos añadiendo tesis de inversión a nuestro canal de YouTube, con el objetivo de que pueda comprender nuestro proceso de análisis y selección de inversiones. En esta ocasión, Miguel nos explica nuestra tesis de inversión en la compañía española Elecnor (ver [aquí](#)).

Por último, les recomiendo que vean la entrevista (con anécdotas simpáticas e ideas de inversión), que Sergio Falla realizó a Alejandro para su canal Alfa Positivo (ver [aquí](#)).

## Rentabilidades

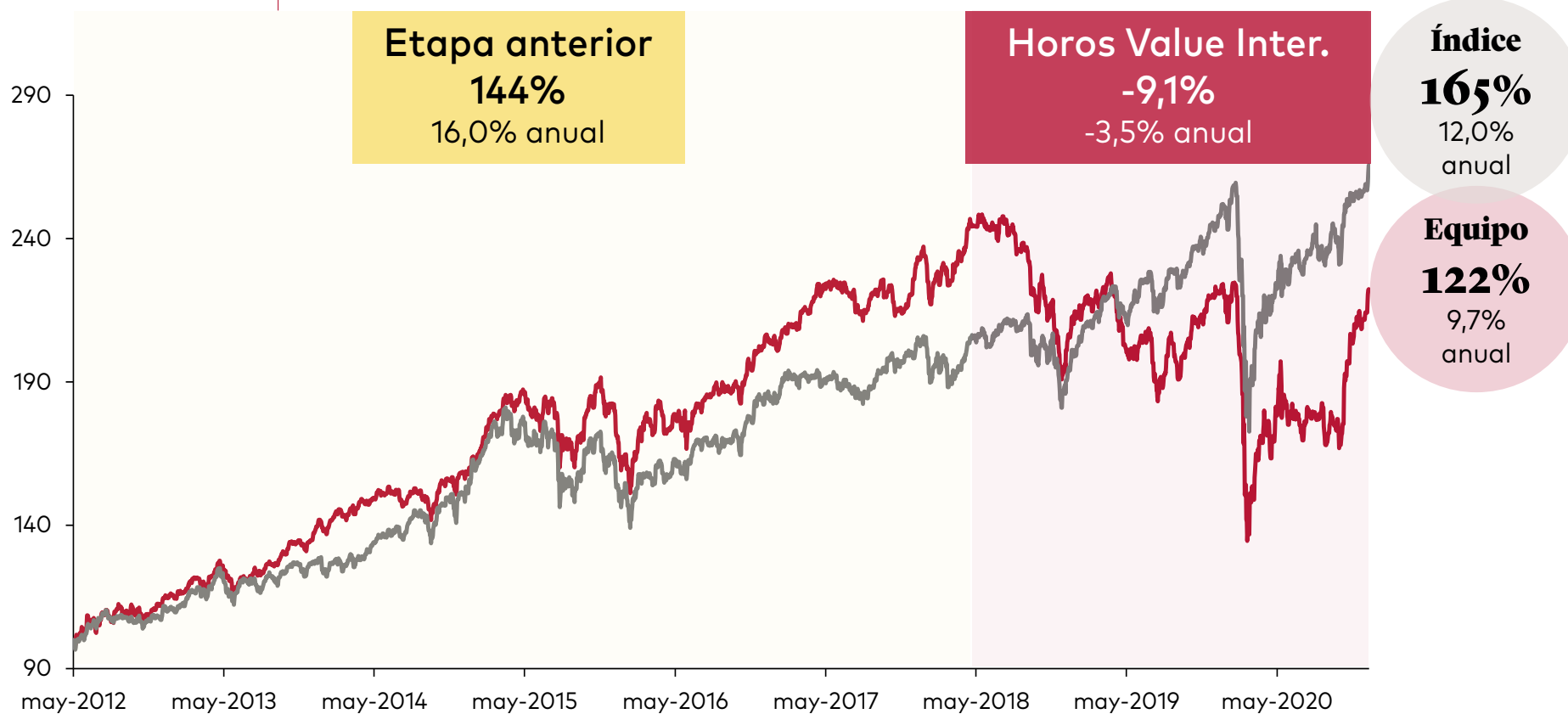
Rentabilidad histórica del equipo gestor en la **estrategia ibérica**



*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.horosam.com](http://www.horosam.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.horosam.com](http://www.horosam.com)*

**Top 10 posiciones**  
Horos Value Iberia

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
MERLIN Properties	7,9%	Inmobiliario y construcción
Catalana Occidente	7,0%	Financiero
Semapa	6,5%	Financiero
Elecnor	5,8%	Ingeniería
Horos Value Internacional	5,8%	Financiero
Sonae SGPS	5,3%	Distribución
Gestamp	5,3%	Industrial
Meliá Hotels Int.	5,0%	Consumo cíclico
Aperam	4,8%	Materias primas
Altia	3,8%	TMT

**Top 10 posiciones**  
Horos Value Internacional

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Aercap Holdings	5,1%	Financiero
Catalana Occidente	4,5%	Financiero
Semapa	4,1%	Financiero
Asia Standard	3,9%	Inmobiliario y construcción
Yellow Cake	3,8%	Materias primas
Keck Seng Investments	3,7%	Inmobiliario y construcción
Teekay Corp.	3,7%	Materias primas
Uranium Participation	3,7%	Materias primas
Warrior Met Coal	3,6%	Materias primas
Aperam	3,2%	Materias primas

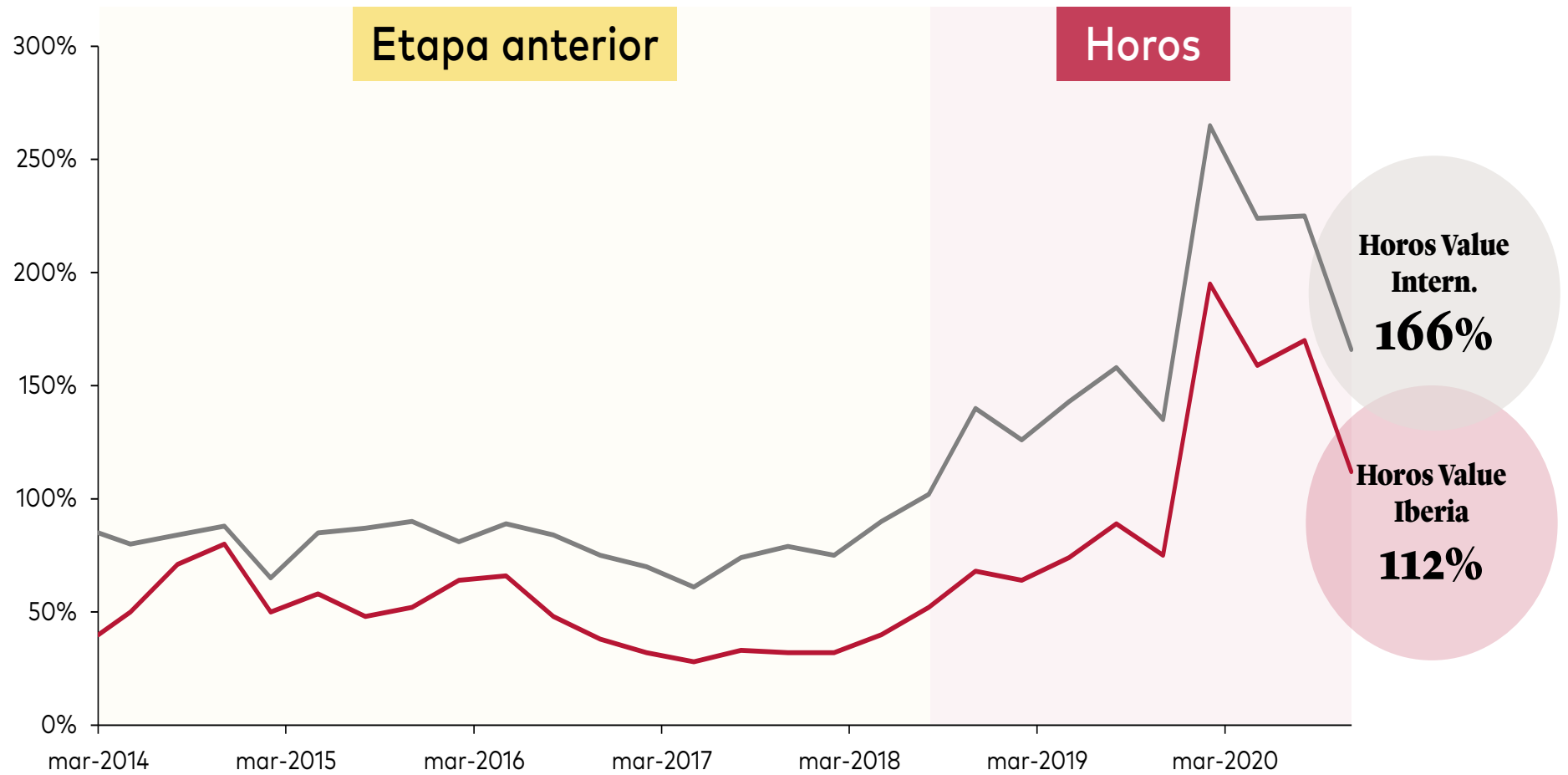


# Potenciales

## Potencial histórico del equipo gestor

Datos desde 31 de marzo de 2014 hasta el 31 de diciembre de 2020.

\*\* El cálculo del potencial se muestra en la siguiente diapositiva.



\*\*Para el cálculo de este potencial, realizamos un estudio individual de cada inversión que compone la cartera. En concreto, realizamos una estimación a tres años del valor de cada compañía en la que invertimos. Para ello, calculamos, de manera conservadora, los flujos de caja futuros que pensamos que va a generar los próximos tres años el negocio, para así poder calcular el valor futuro de la empresa (entendido este como capitalización bursátil ajustado por la posición financiera neta). Posteriormente, con estos datos, estimamos el múltiplo EV/FCF (valor futuro de la empresa dividido por su flujo de caja libre normalizado, es decir, ajustando este último por partidas extraordinarias) al que cotizaría cada compañía. Por último, fruto del análisis cualitativo que realizamos de cada empresa, asignamos un múltiplo de salida a cada inversión (a cuánto pensamos que merece cotizar cada negocio) y lo comparamos con el dato anterior, para estimar el potencial o atractivo de la inversión. En determinadas ocasiones, dada la naturaleza de las inversiones, se utilizarán otros métodos de valoración generalmente aceptados, tales como la suma de partes, descuento de flujos de caja o múltiplo de precio entre valor contable. En base a este potencial, asignamos los pesos en nuestras carteras.