



ALEJANDRO MARTÍN
MIGUEL RODRÍGUEZ

**Por qué pagar poco
por comprar
buenas acciones
nunca pasará de moda**



01

Nuestra visión
del mercado

HOROS

¿Una racha imparable?

Evolución del S&P 500 y del Nasdaq-100 en 2024



Rentabilidad acumulada 5 años 10 años 15 años

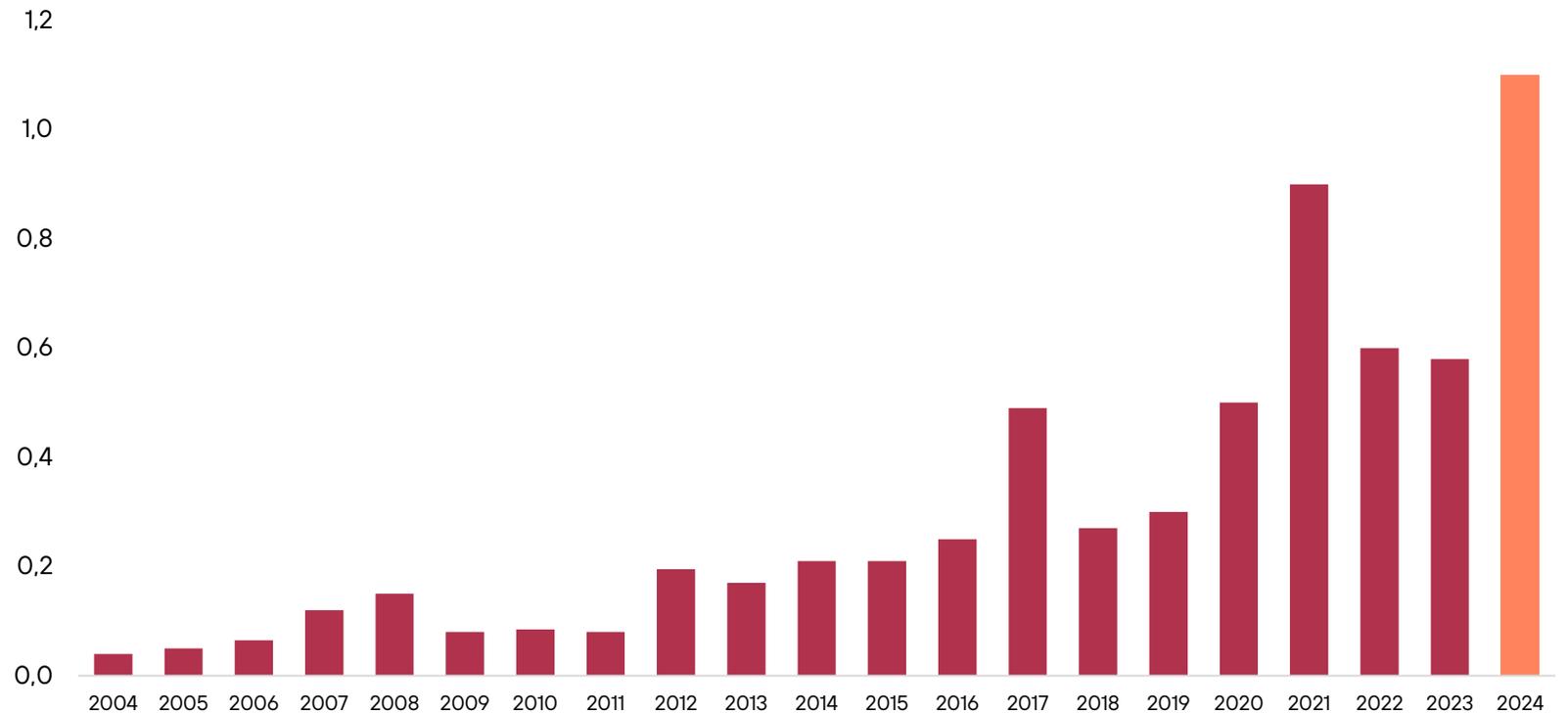
S&P500	97%	242%	601%
Nasdaq-100	151%	447%	1.216%

Rentabilidad incluyendo dividendos

El elefante en la habitación que nadie quiere ver



Récord de entradas en ETFs de Estados Unidos



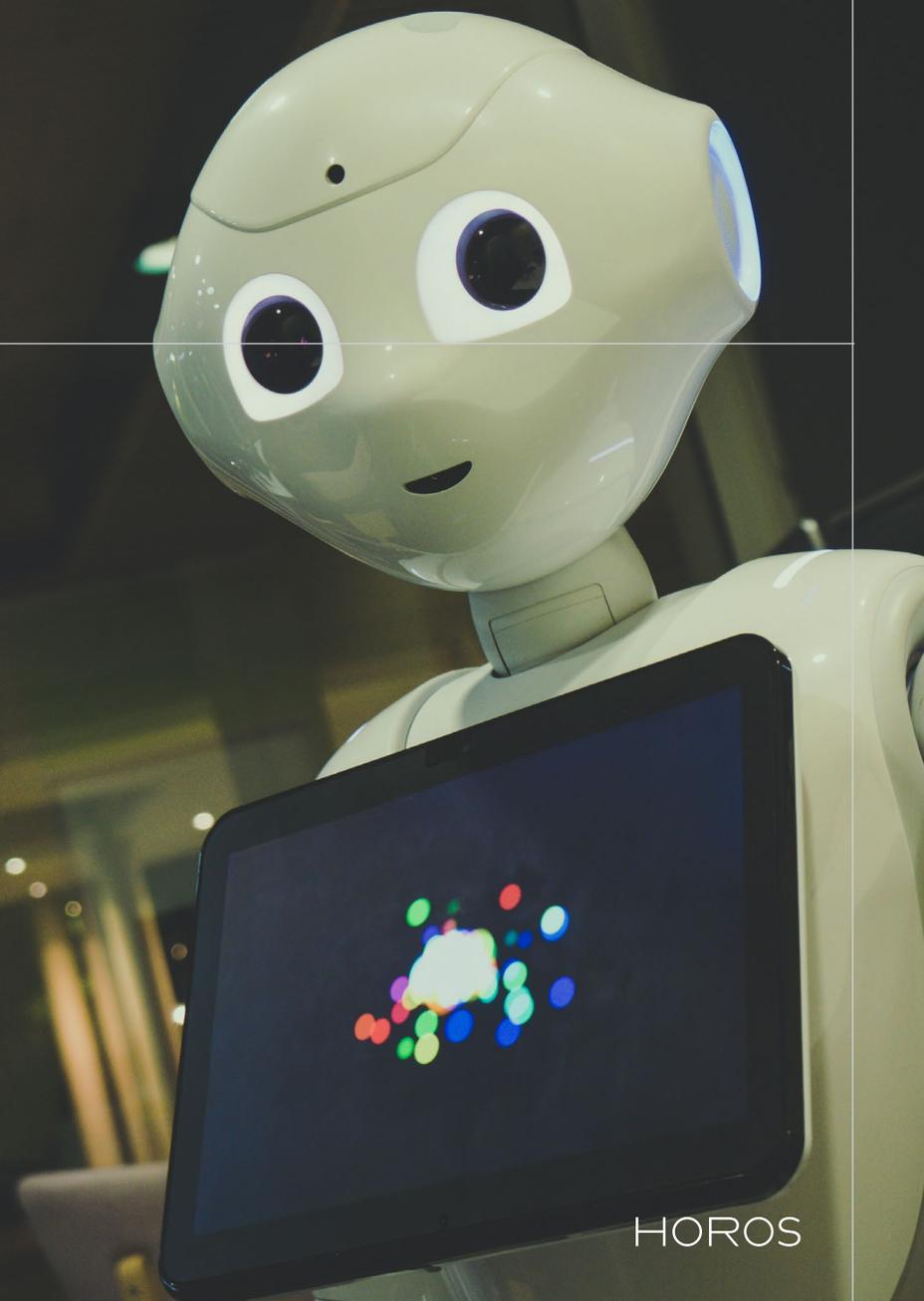
Cifras en trillones americanos.
Fuente: Bloomberg; ETF.com

El despertar de la inteligencia artificial

LAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO
LLEVAN A UNA EXPANSIÓN DE MÚLTIPLOS

Las 7 Magníficas	P/S'19	P/S'24	Rent. 19-24	Rent. 22-24
NVIDIA	14x	26x	2.190%	820%
Tesla	3x	13x	1.350%	230%
Apple	4x	9x	250%	95%
Alphabet	6x	7x	210%	115%
Microsoft	8x	14x	195%	80%
Meta	8x	9x	185%	390%
Amazon	3x	4x	140%	160%
PROMEDIO	7x	12x	645%	270%
S&P 500			165%	60%
S&P 500 EW			155%	30%

Cifras redondeadas. y rentabilidad incluyendo dividendos
Fuente: Bloomberg



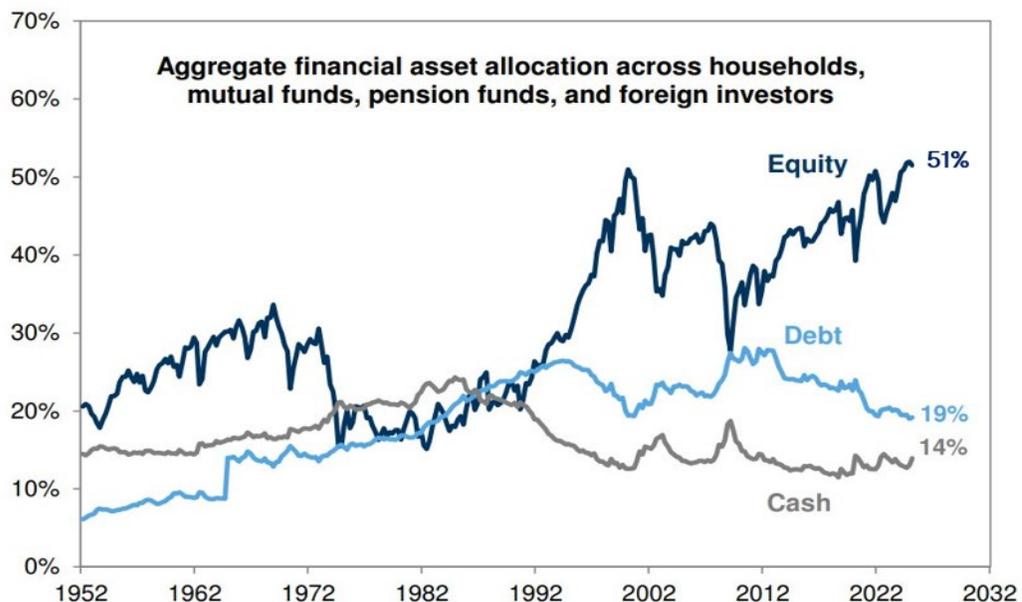
Un río con pocos peces y muchos pescadores

Exposición máxima a acciones



Investor allocation to equities at an all-time high

Investors currently allocate more than half of their financial assets to equities



Source: EPFR, Goldman Sachs Global Investment Research. As of March 13, 2025.

Global Investment Research

Fuente: Goldman Sachs

USA **75%** MSCI World

Concentración **39%** TOP 10

Flujos a Tecnología y Cripto

Las 7 magníficas se llevan el 70% del volumen negociado. El resto se destina a cripto y al sector del chip,

Milan Galik
CEO y presidente de Interactive Brokers

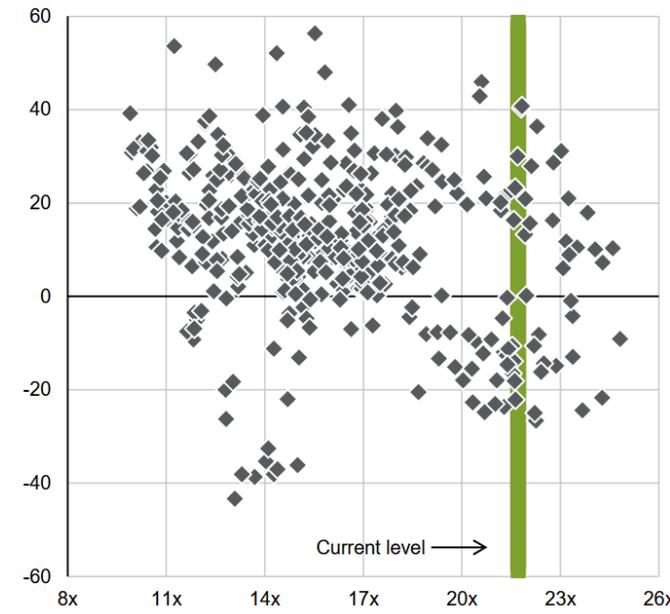
Fuentes: Special Situations Research, FRED, The Transcript

La valoración frente al FOMO



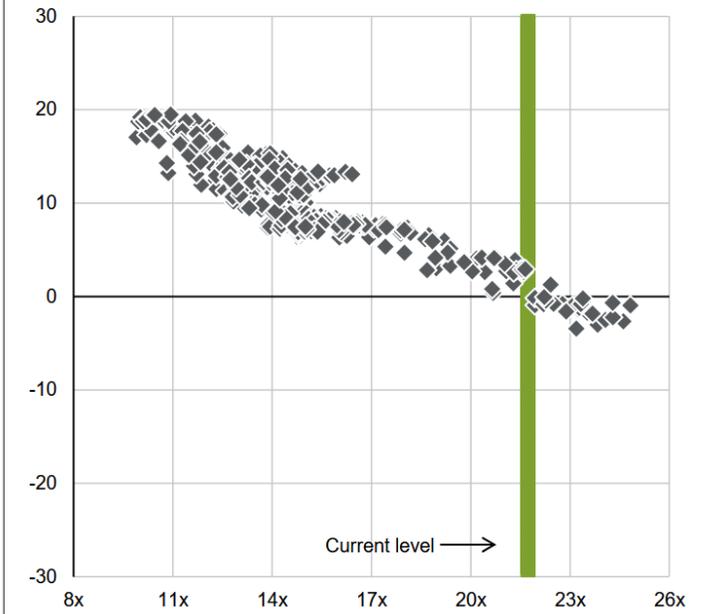
¿DIEZ AÑOS DE VACAS FLACAS PARA LA BOLSA AMERICANA?

S&P 500 forward P/E ratios and subsequent 1-year returns
%, annualised total return*



Fuente: JP Morgan

S&P 500 forward P/E ratios and subsequent 10-year returns
%, annualised total return*



Dos ríos con muchos peces y pocos pescadores

DOS MUNDOS QUE NO DESPIERTAN INTERÉS INVERSOR

1.

El Viejo Continente

2.

El mercado hongkonés

¿Todo en contra para Europa?



EUR/USD en mínimos de 20 años



Alemania y Francia en recesión permanente

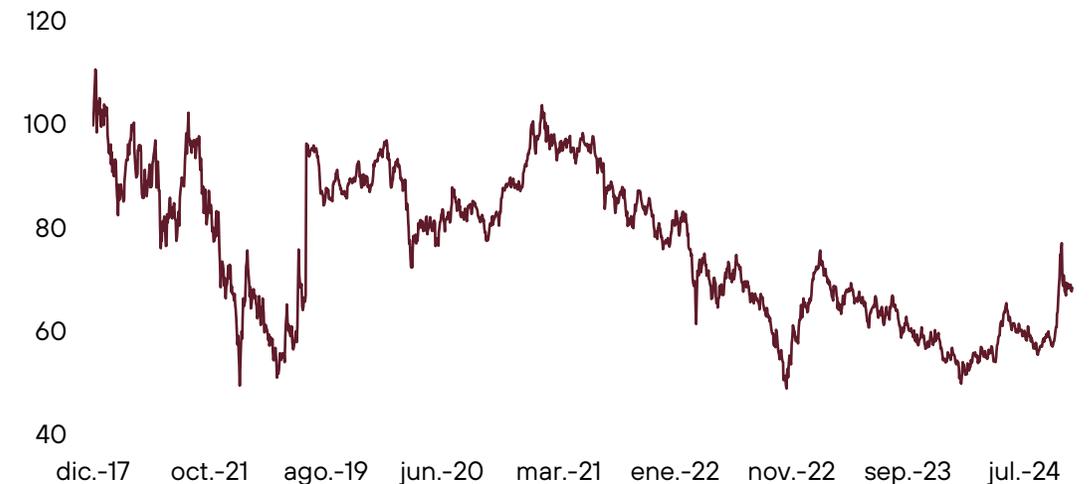


El tren de la IA se escapa



Regulación, regulación, regulación...

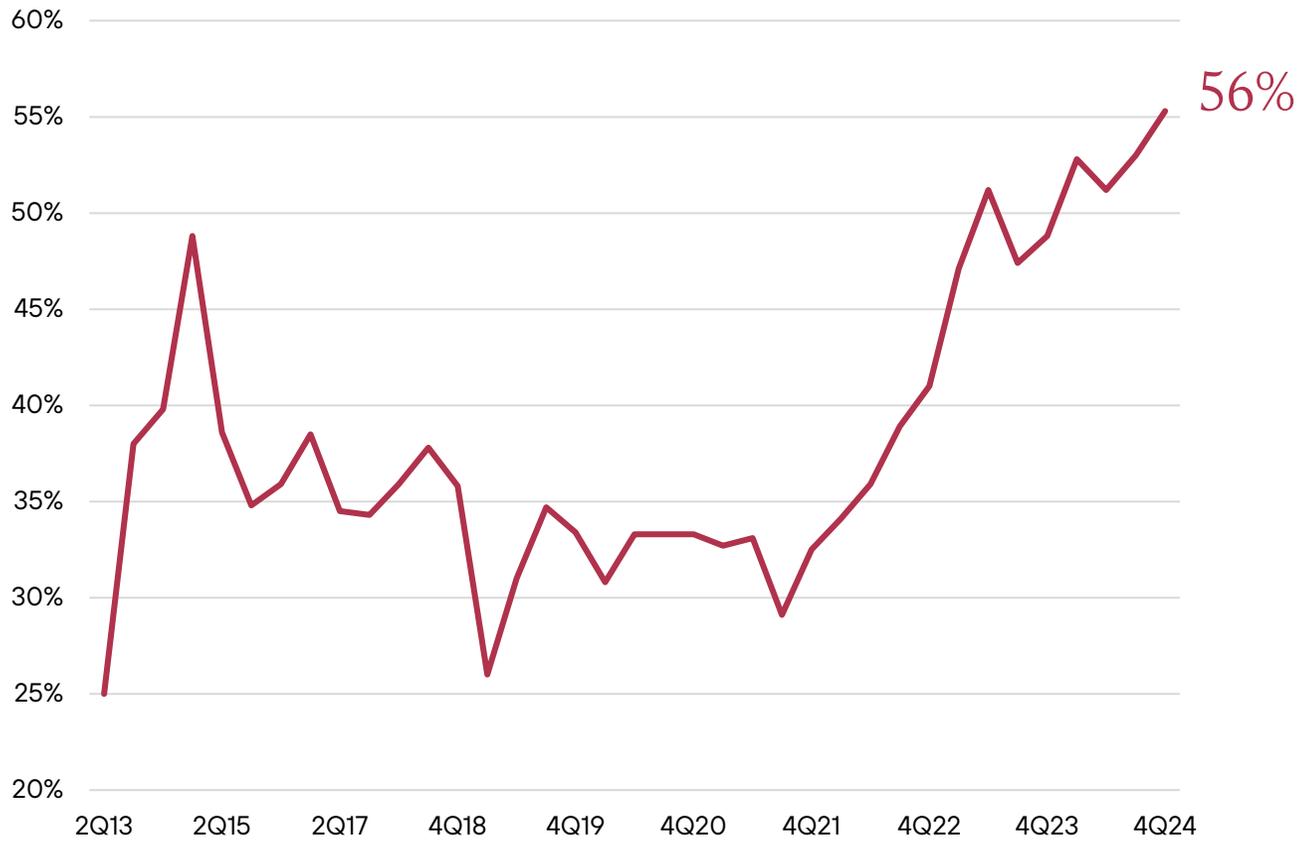
Evolución del Hang Seng desde 2017



Indexado 2017 como base 100

Esta historia nos suena...

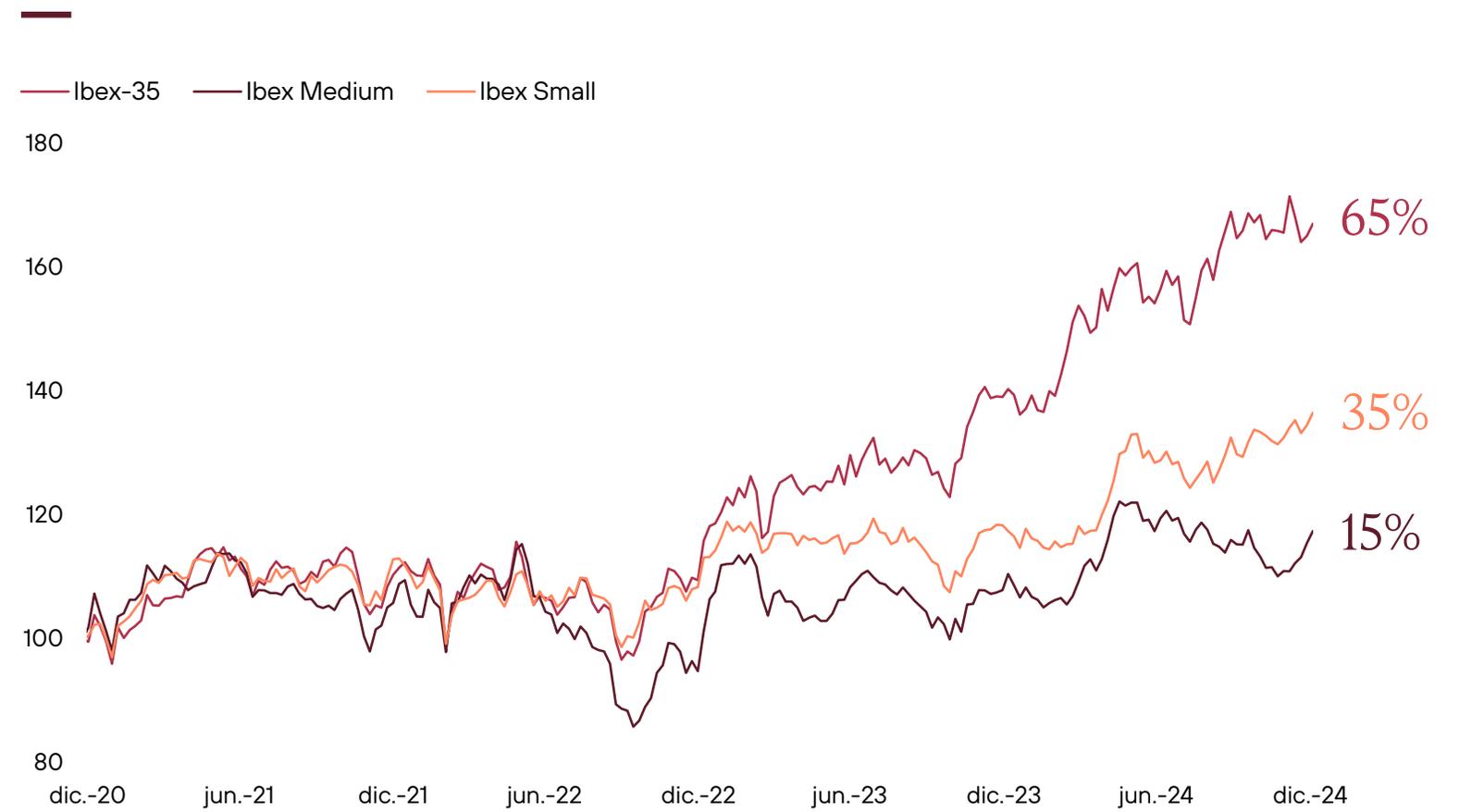
Ponderación zona euro de la estrategia internacional del equipo gestor



No es país para pequeños...

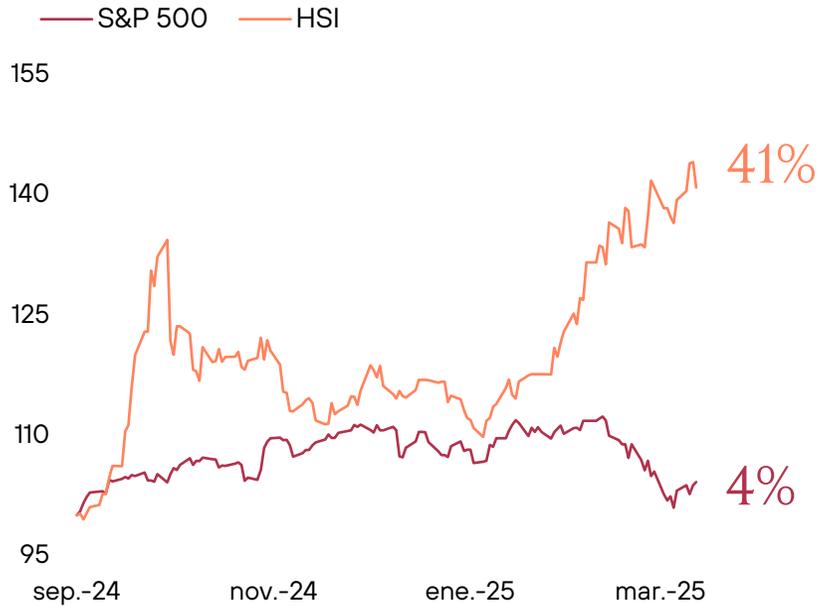


Evolución del Ibex-35 TR, Ibex Medium TR e Ibex Small TR



¿Los estímulos lo cambian todo?

Evolución del HSI y del S&P500



Alibaba, Tencent, Meituan,
Pinduoduo, JD.com, BYD, Baidu

7 CHINA
45%

7 MAG
2%

NVIDIA, Tesla, Apple, Microsoft,
Amazon, Alphabet, Meta

To-do. To-do. TODO. ETFs, compraré futuros... todo. ¡Todo!,
David Tepper

Las valoraciones SÍ importan



	PER	P/BV	P/CF
HSI	10,0x	1,1x	4,5x
EURO STOXX Mid	11,4x	1,3x	8,0x
Ibex Medium	14,6x	1,8x	7,8x
S&P 500	26,5x	5,1x	21,9x

Fuente: Bloomberg (marzo 2025)



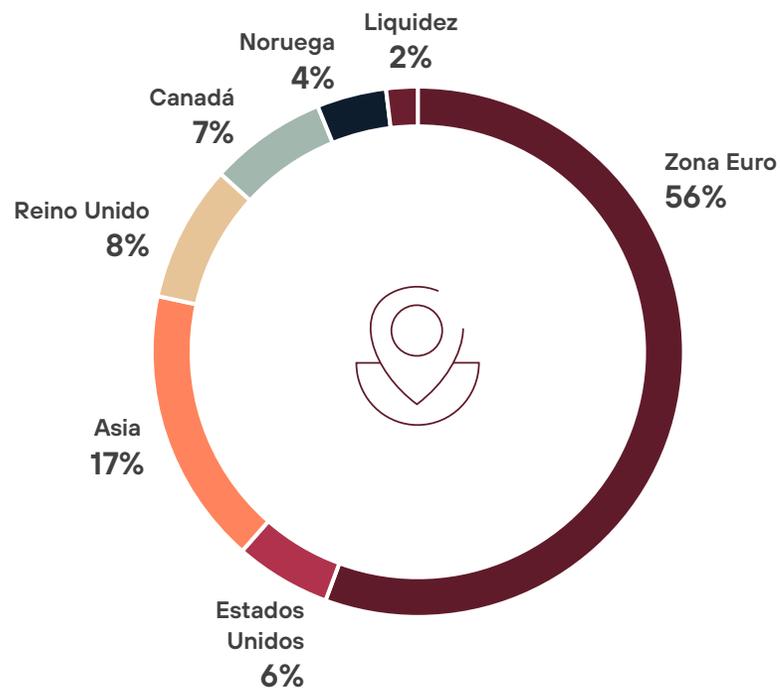
Nuestro
posicionamiento

02

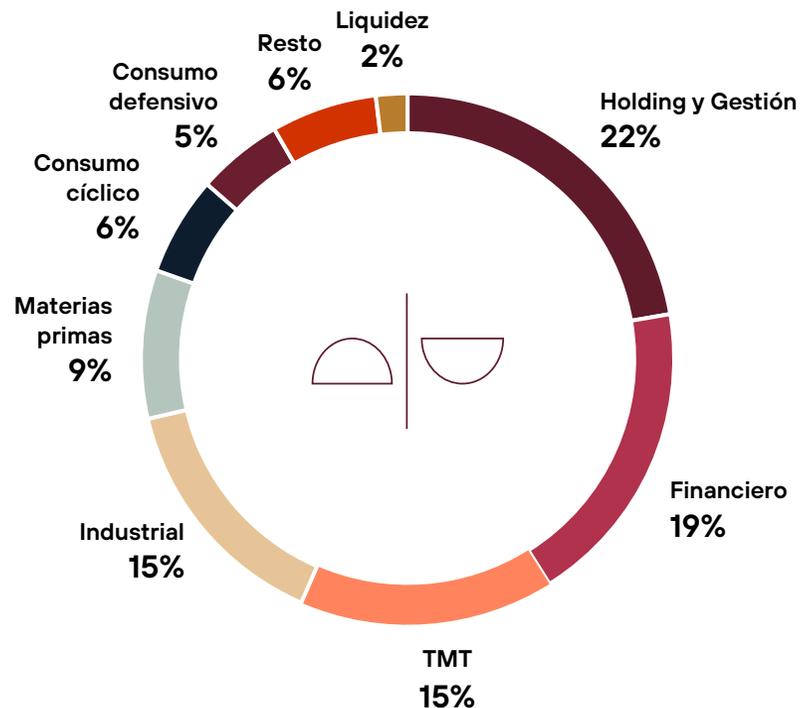
HOROS

Distribución de la cartera Horos Value Int.

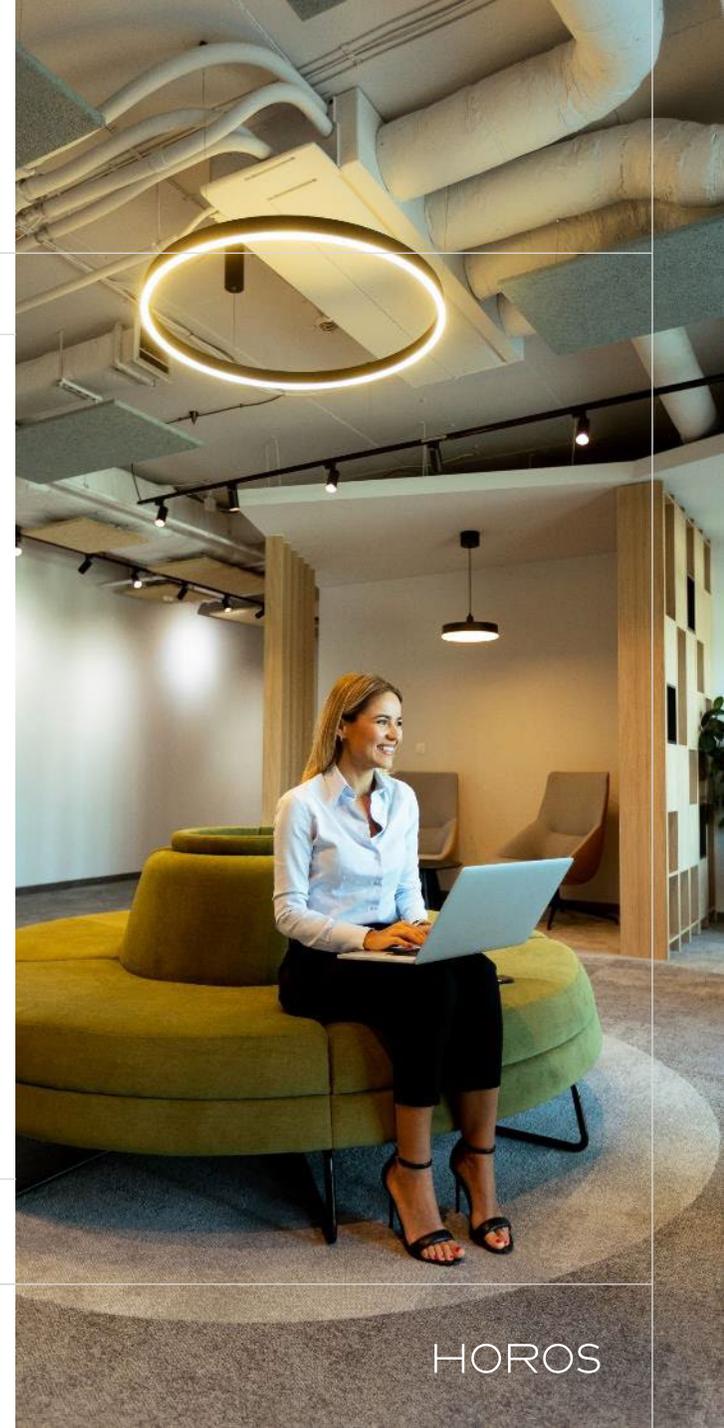
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA



DISTRIBUCIÓN TEMÁTICA



Potencial: 130%



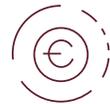
Distribución de la cartera Horos Value Internacional



Potencial:
130%



Núm. compañías: 44
(Iberia: 10)



Caja neta: 65%



Dividendo (%): 3,6%
Hong Kong: 4,6% (10% normalizado)



Recompra acciones: 25%

HOLDING Y GESTIÓN (22%)

Descuento: 50% | Recompran: 70%

FINANCIERO (19%)

P/BV: 0,5x | ROE: 13% | DVD: 6,5%

INDUSTRIAL (15%)

EV/FCF: 6,5x | ROCE: 13,5%

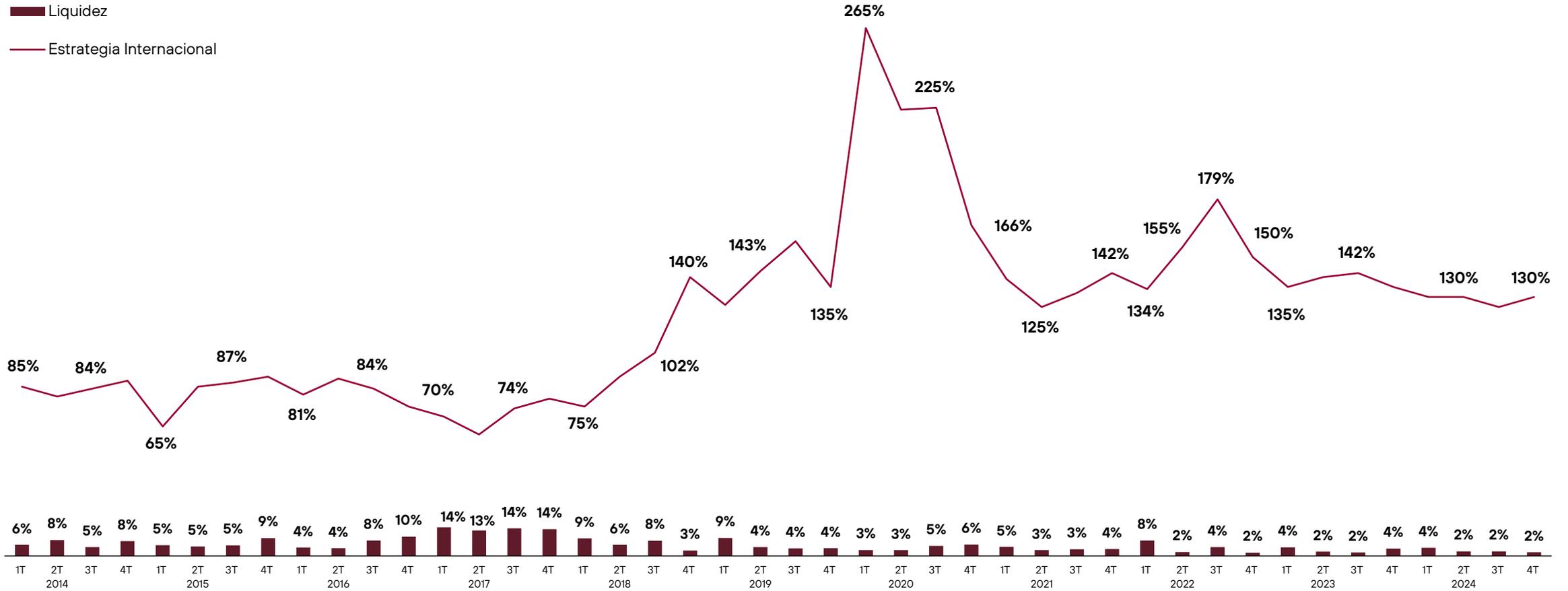
TMT (15%)

Descuento: 50% | Recompran: 75%

RESTO (29%)

EV/FCF: 5,5x | ROCE: 19%

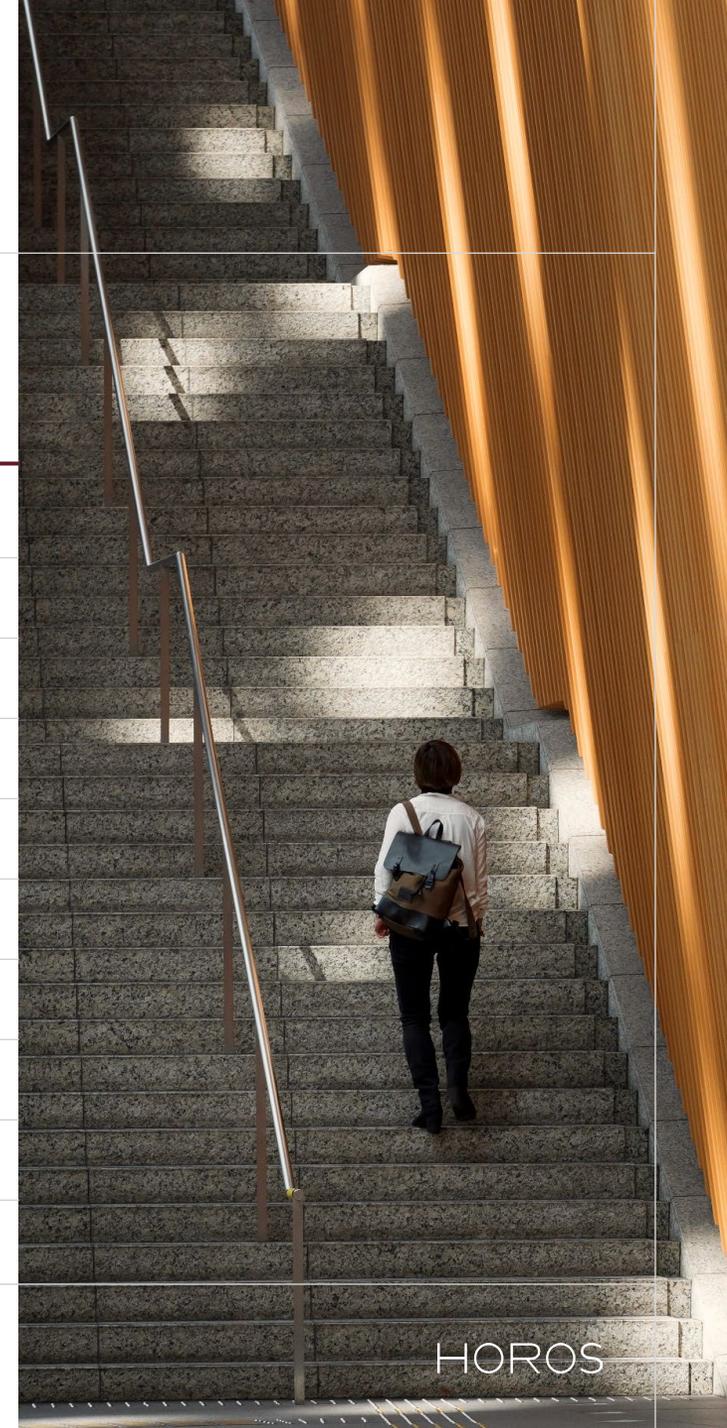
Nuestros potenciales vs liquidez



Datos desde 31 de marzo de 2014 hasta el 31 de diciembre de 2024
 *Hasta el 21 de mayo de 2018 comprende el potencial del equipo gestor en su anterior etapa y desde entonces en Horos AM.

Top 10 posiciones

Posición	Peso	Potencial	Temática
Zegona	5,3%	>70%	TMT
Ayvens	4,9%	>70%	Financiero
Catalana Occidente	4,6%	>70%	Financiero
TGS	4,2%	>70%	MMPP
Naspers	4,2%	>70%	TMT
Pluxee	4,0%	>70%	Financiero
Verallia	3,8%	>70%	Industrial
Azimut	3,5%	>70%	Holding y gestión
Gestamp	3,3%	>70%	Industrial
Petershill Partners	3,0%	>70%	Holding y gestión



Zegona Communications

Cuando la complejidad genera la ineficiencia



Vodafone España

EV: 5.000 M€

Financiación:

Capital: 300 M€

Preferentes: 900 M€

Deuda: 3.800 M€

Valoración

Precio objetivo: > £11

Cotización: £6,0

Potencial: >90%

MEDIDAS PARA DESTAPAR Y GENERAR VALOR



Venta participación *JVs fibra*



Reembolso *preferentes Vodafone* y *dividendo* resto accionistas



Reducción *endeudamiento*



Eficiencia precios y costes

NUESTRO POSICIONAMIENTO

Sun Hung Kai & Co

Dividendo y balance a prueba de bombas

CUANDO LA GESTIÓN CONSERVADORA
NO ESTÁ REÑIDA CON LA RENTABILIDAD

Capitalización:
5.750 M HK\$

frente a

NAV estimado:
31.600 M HK\$



9.800M HK\$ *Crédito*



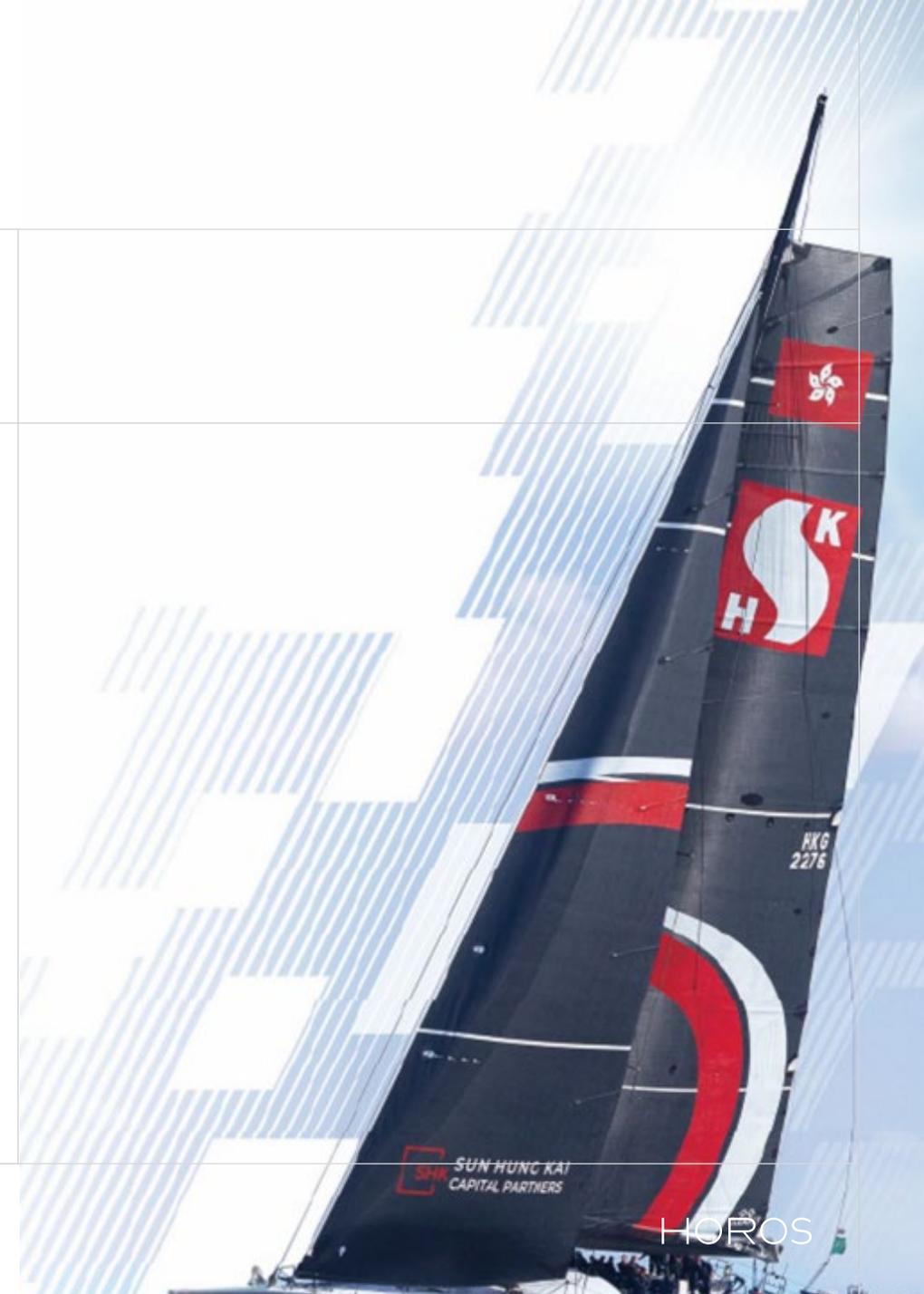
14.800M HK\$ *Gestión de inversiones*



3.800M HK\$ *Plataforma de fondos*

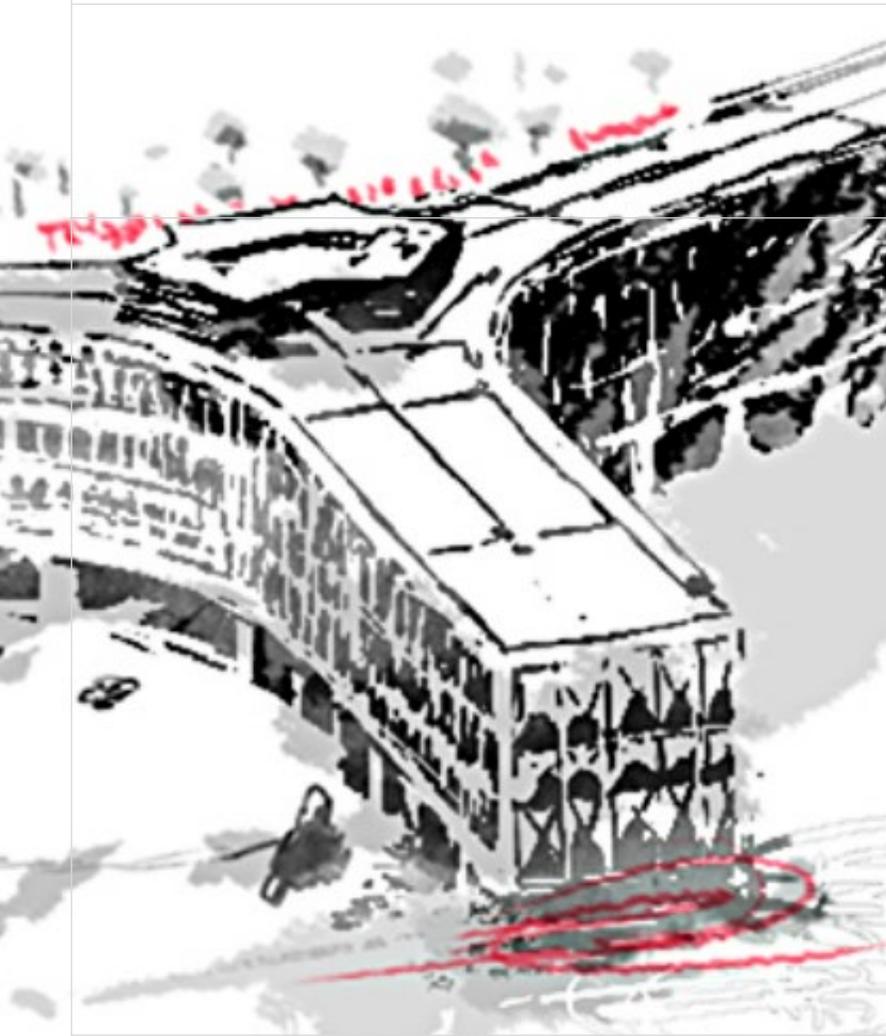


3.200M HK\$ *Caja neta*



Catalana Occidente

Un triste final para una bonita historia



UNA DE LAS MEJORES SITUACIONES RENTABILIDAD-RIESGO QUE HEMOS CONOCIDO

PER a 3 años:

< 4x

frente a

PER objetivo:

12x-13x



OPA por 6.000M € (50€ por acción)



Exceso de capital estimado 1.800M €



Precio ajustado 4.200M €



Beneficios anuales 600M-650M €

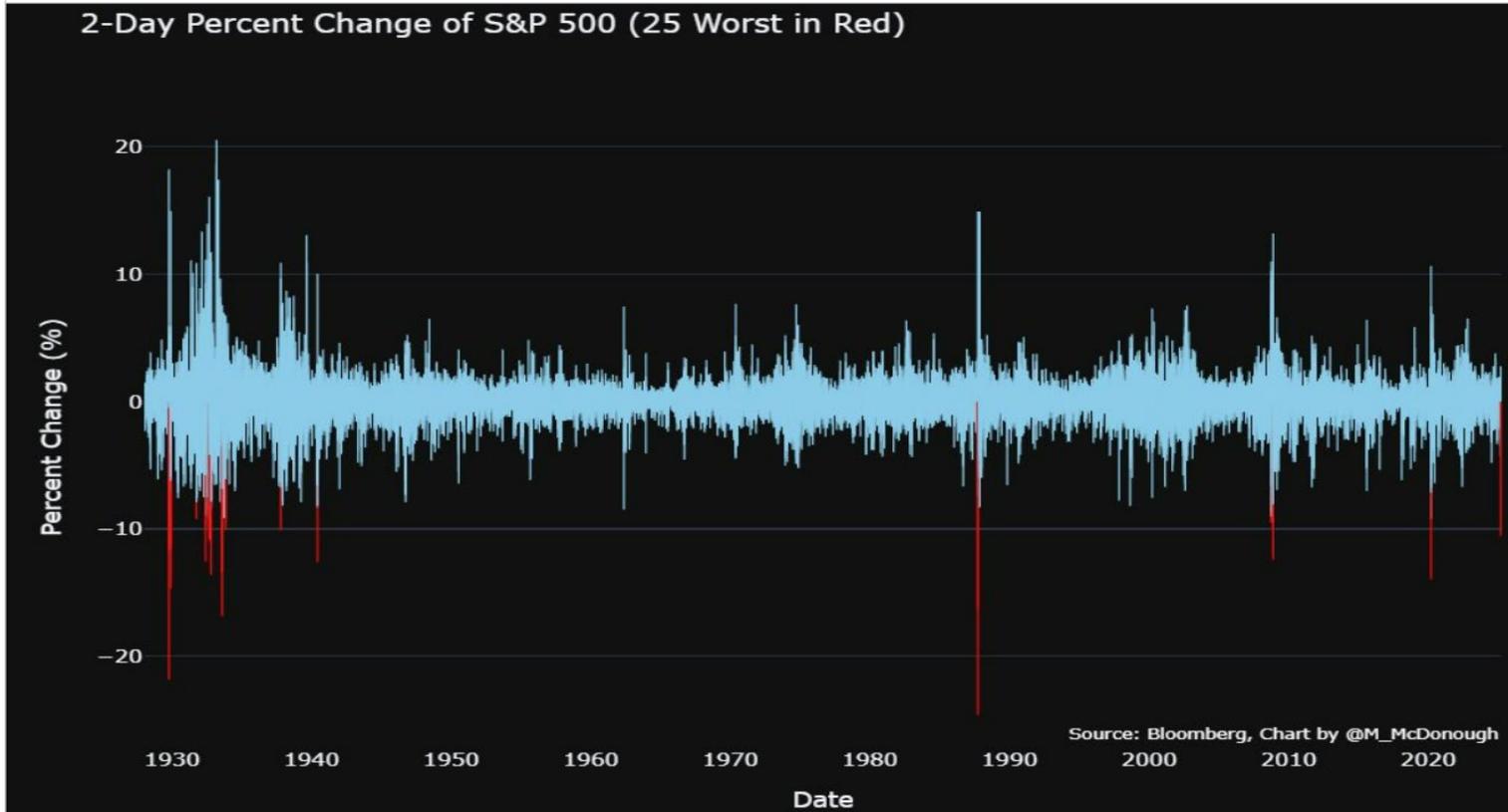
03

¿Los aranceles lo cambian todo?

¿LOS ARANCELES LO CAMBIAN TODO?

Haciendo Historia

LUNES NEGRO 1987, COVID-19, CRISIS 2008, IIGM Y...
EL DÍA DE LA LIBERACIÓN



Fuente: Michael McDonough [@M_McDonough]

HOROS

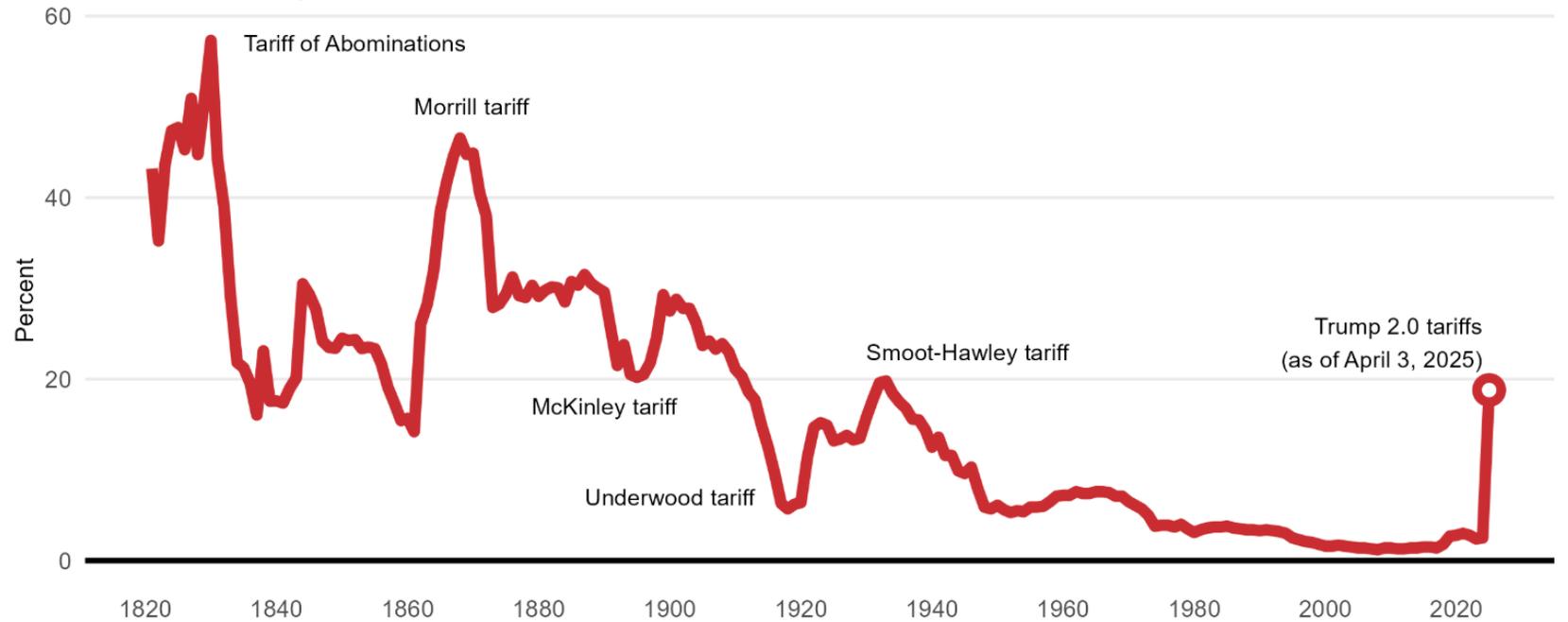
Trumponomics en su máximo esplendor



Mayores aranceles en 100 años

Average tariff rate on total U.S. imports

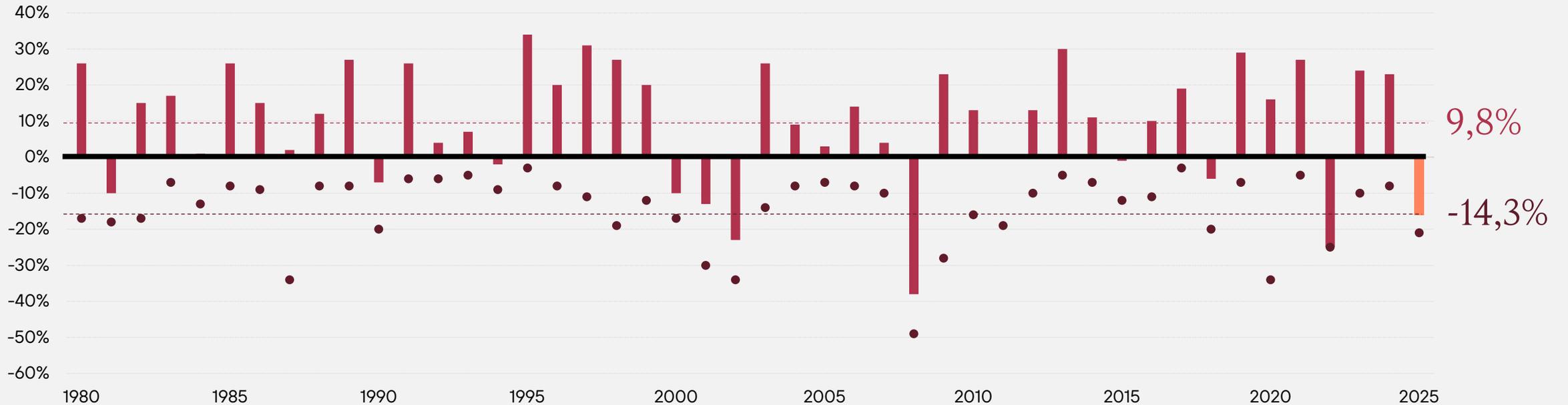
Source: Erika Young and Alex Durante, Tax Foundation



Fuente: Trevor Tombe [@trevortombe].

La historia que de verdad importa

Rentabilidad anual y caída intraanual del S&P 500 desde 1980



Las líneas discontinuas representan valores promedio.



ALEJANDRO MARTÍN
MIGUEL RODRÍGUEZ

**Por qué pagar poco
por comprar
buenas acciones
nunca pasará de moda**



Algunos datos sobre Horos

¿QUIÉNES SOMOS?



Javier Ruiz, CFA
Director de inversiones



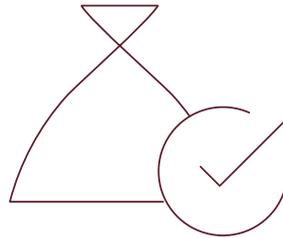
Alejandro Martín
Gestor de fondos



Miguel Rodríguez
Gestor de fondos



José María Concejo
CEO



€180MM
AUM

Dos estrategias de renta variable

2 fondos: Internacional e Ibérico

3 planes: PP individual, PP empresas y PP autónomos

Alineación de intereses

c. 12% del patrimonio de empleados y socios

Coinversores

c. 6.800

c. 1.100 periódicas

Premios al equipo gestor

2015
Premio El Economista-
Morningstar
Mejor fondo RV España

2016
Premio Citywire
Mejores gestores
RV España

2016
Premio Expansión-
Allfunds
Mejor fondo RV España

2021
Nominados Citywire
Mejores gestores
RV España

2023
Nominados Citywire
Nominados mejor gestora
y mejores gestores de RV España

2015
Premio Expansión-
Allfunds
Mejor fondo RV España

2016
Premio El Economista-
Morningstar
Mejor fondo RV España

2017
Nominados Citywire
Mejores gestores RV España

2022
Premio El Economista
Mejor fondo de bolsa española de gestión activa

2024
Premio Rankia
Mejor plan de pensiones



elEconomista

Expansión



MORNINGSTAR®

Rankia

NUESTRA OFERTA EN PENSIONES

3 planes de pensiones



Plan de Pensiones Individual

Horos Internacional, PP

Plan de Pensiones de Empleo para Empresas

Horos Internacional Empleo, PPE

Plan de Pensiones de Empleo Simplificado para Autónomos

Horos Internacional Autónomos, PPES

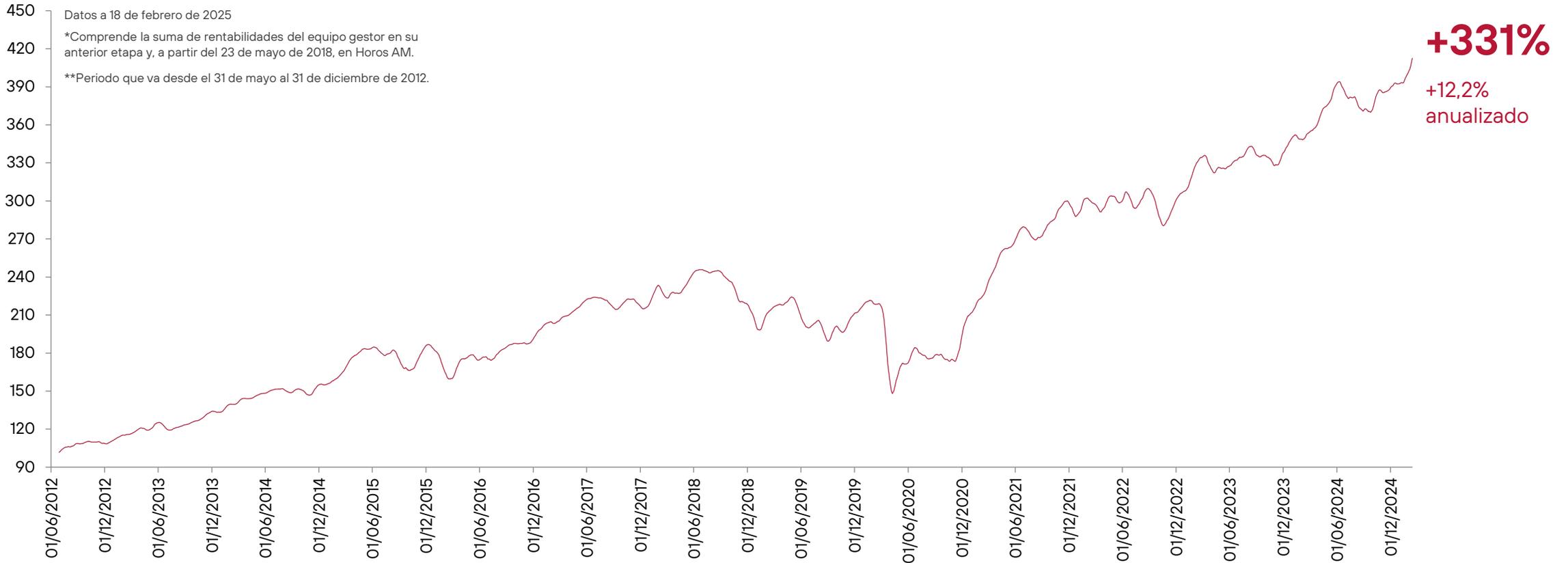
Todos nuestros planes de pensiones replican nuestra exitosa estrategia internacional, que puede invertir en compañías cotizadas en cualquier mercado de valores del mundo.

”

Rentabilidad en la estrategia internacional

Trayectoria de nuestro Equipo Gestor

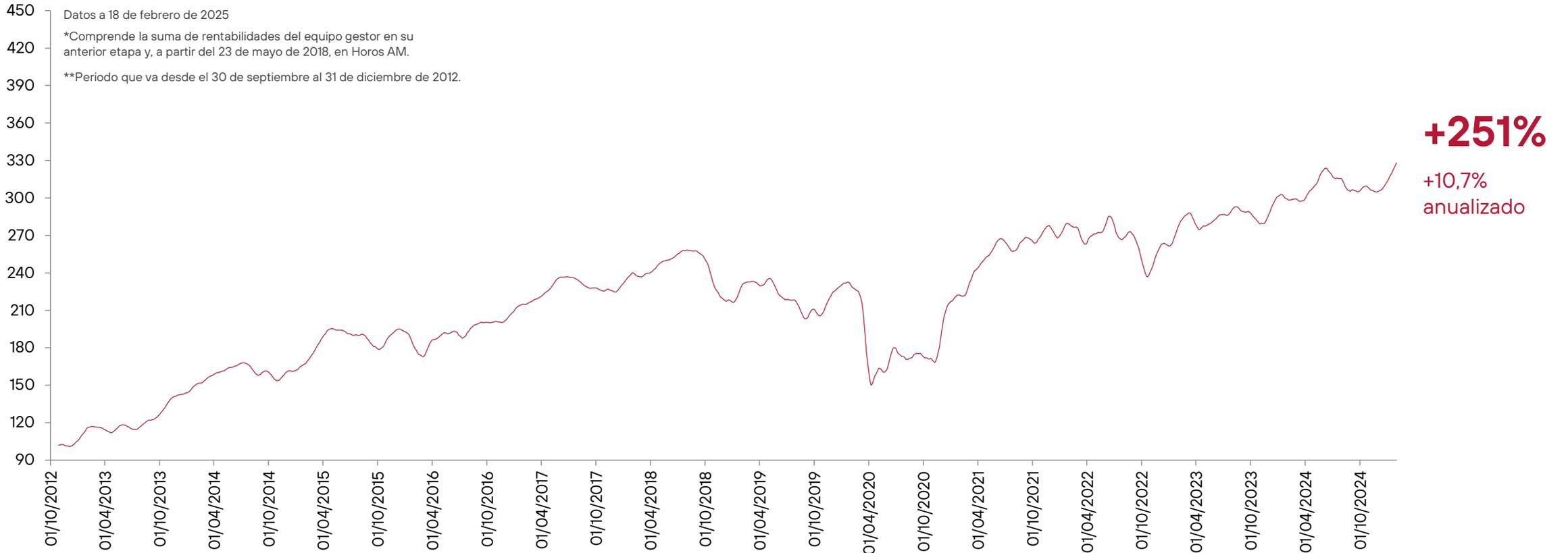
RENTABILIDAD NETA DE COMISIONES	2012**	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EQUIPO GESTOR	13,90%	19,90%	17,60%	14,90%	11,00%	11,60%	-13,72%*	12,89%	-2,40%	37,63%	4,90%	14,34%	11,85%	9,03%



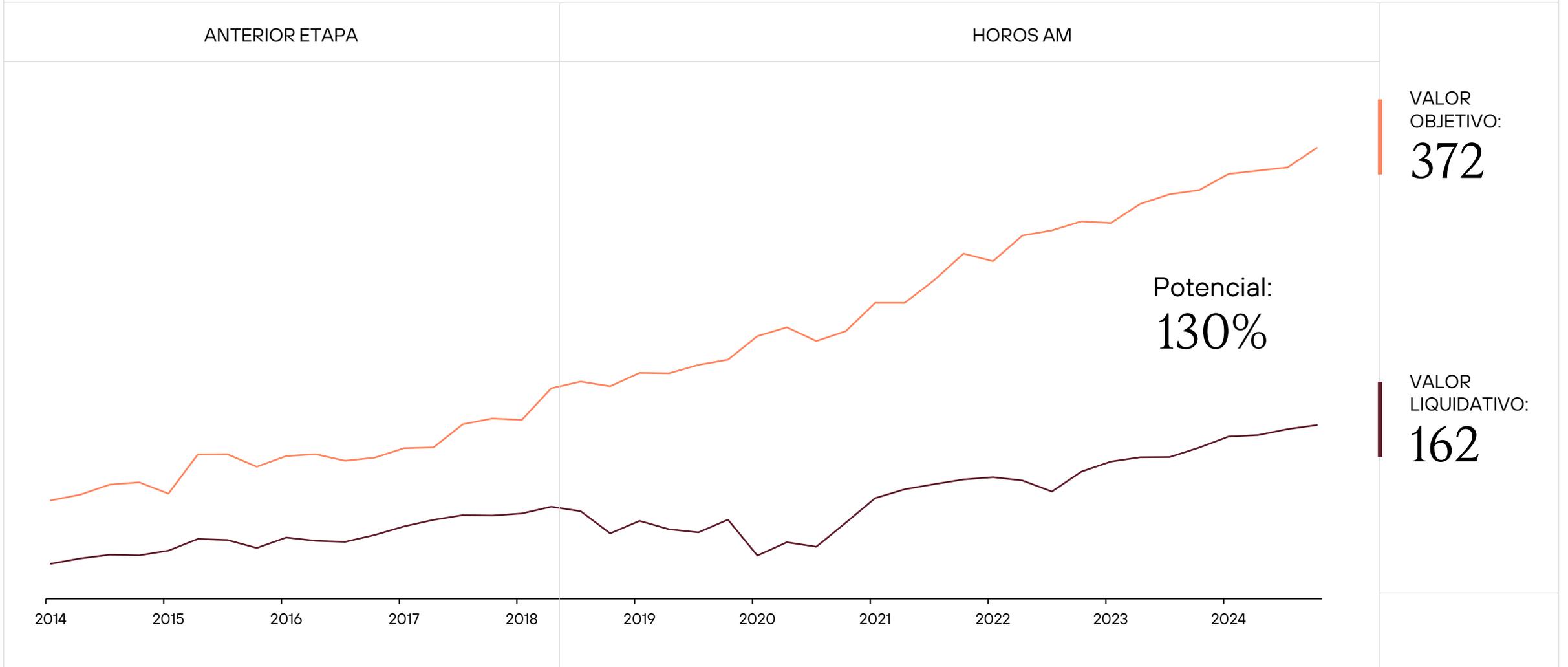
Rentabilidad en la estrategia ibérica

Trayectoria de nuestro Equipo Gestor

RENTABILIDAD NETA DE COMISIONES	2012**	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EQUIPO GESTOR	7,18%	36,31%	13,45%	17,12%	10,24%	8,73%	-6,45%*	6,66%	-5,64%	26,45%	-5,16%	15,73%	5,09%	10,20%



Valores objetivos/liquidativos de la estrategia internacional

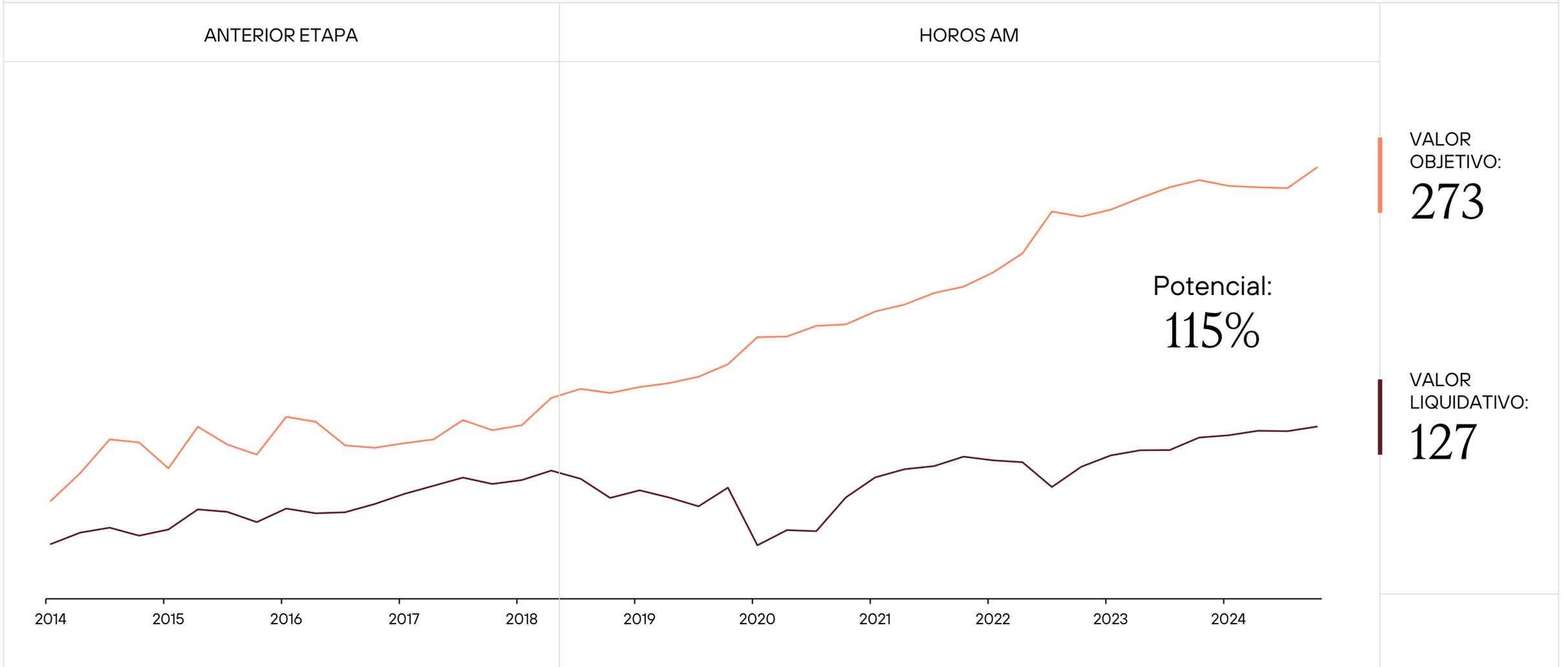


VALOR OBJETIVO:
372

Potencial:
130%

VALOR LIQUIDATIVO:
162

Valores objetivos/liquidativos de la estrategia ibérica



VALOR OBJETIVO:
273

Potencial:
115%

VALOR LIQUIDATIVO:
127

Nuestros 5 principios

01

Entendemos el negocio

Invertimos en empresas que podemos entender y visualizar a largo plazo.

02

Reducimos el riesgo

Evitamos compañías con deudas elevadas.

03

Empresas diferenciadoras

Seleccionamos aquellas que tienen ventajas sobre sus competidores.

04

Análisis de dirección

Estudiamos con atención el trabajo de sus directivos.

05

Margen de seguridad

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



Cómo seleccionamos nuevas empresas

El efecto embudo



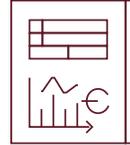
Competidores
Publicaciones
Inversores
Informes
Cadena de valor

Como norma general, buscamos compañías que pertenezcan a industrias con una cadena de valor fácil de distinguir y con un negocio fácil de entender



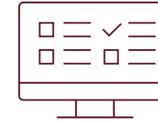
Shortlist
candidatas

Con toda la información previa, seleccionamos nuestras candidatas



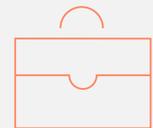
Kill the company
Reunión con la compañía

Nos reunimos con las compañías candidatas para entender mejor su negocio. Discutimos internamente la idea de incorporarla a nuestra cartera y valoramos todos los aspectos que forman parte de nuestra filosofía



Análisis
fundamental

Finalizamos nuestro análisis con una valoración de la compañía. Si su potencial es suficientemente atractivo, la incorporamos a nuestra cartera



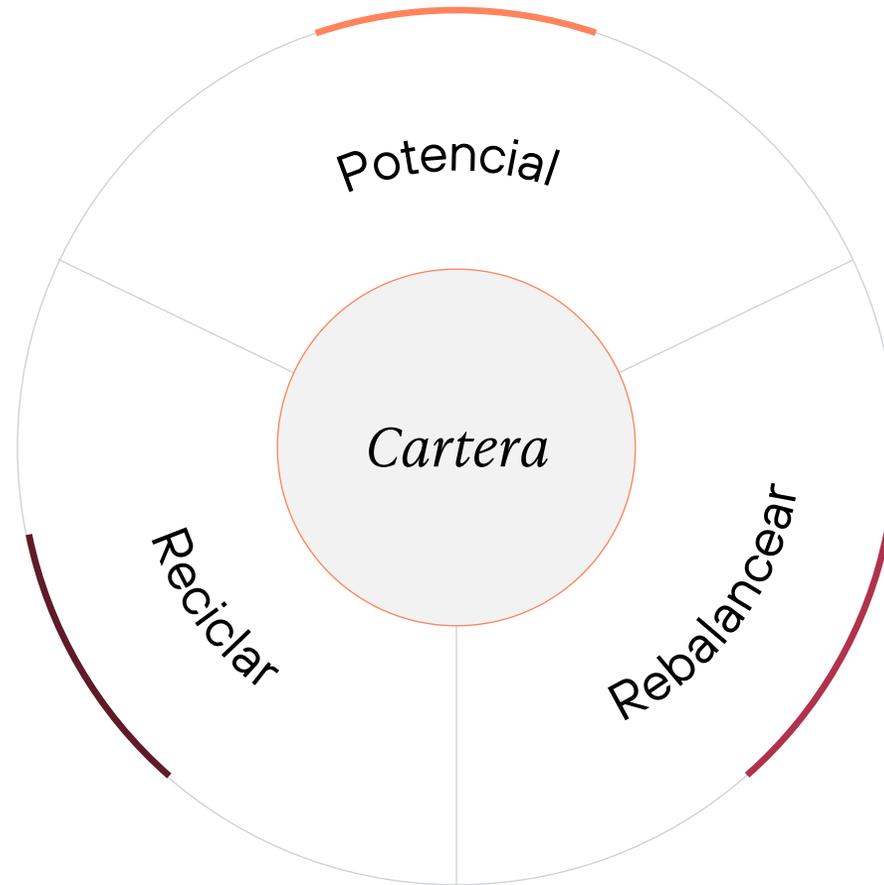
Cartera



LA IMPORTANCIA DEL PROCESO

Cómo lo hacemos

Un proceso sólido:



*Volatilidad y
tiempo aliados*

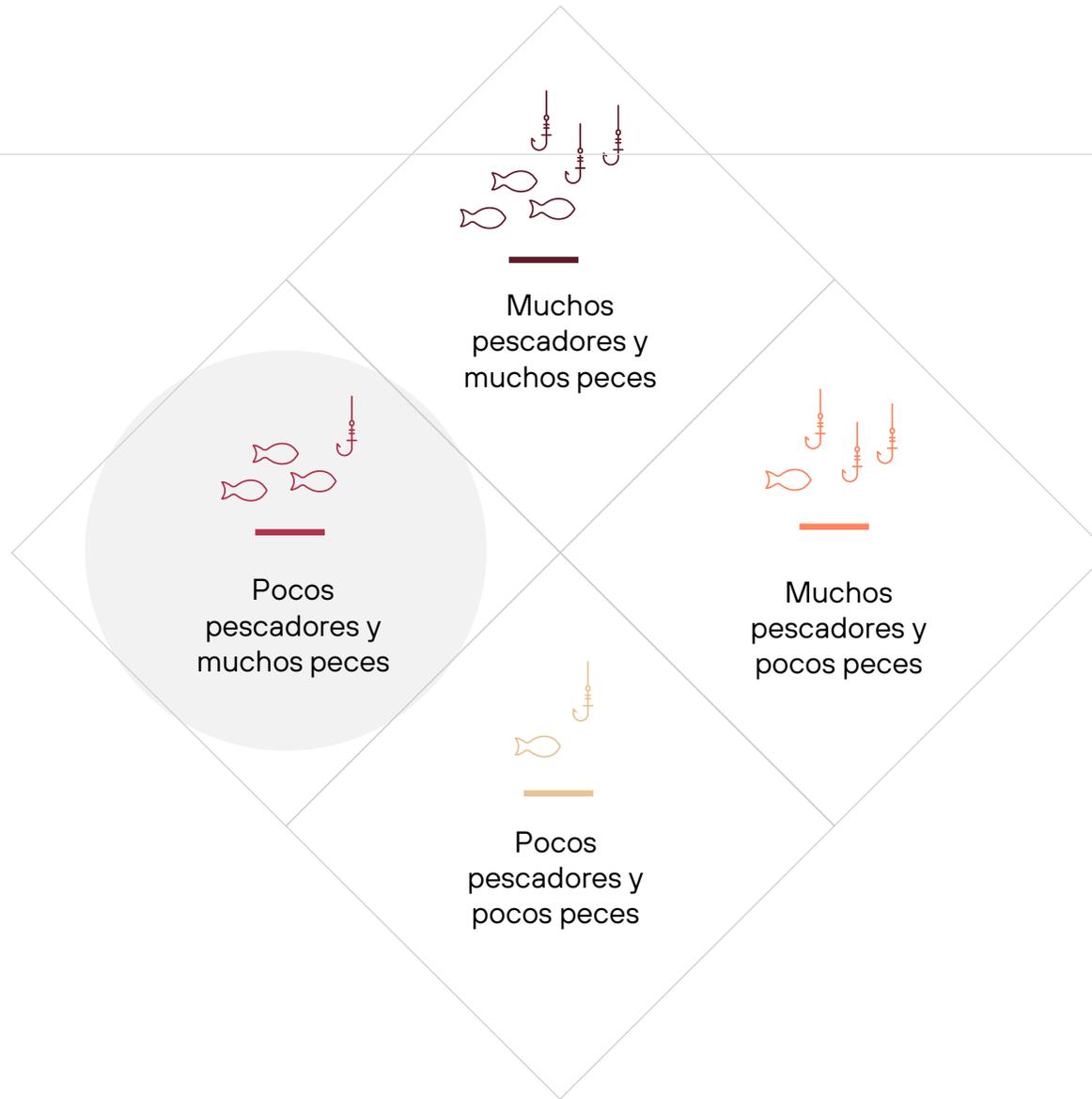
*Asunción
errores*

*Gestión
liquidez*

Así lo hacemos

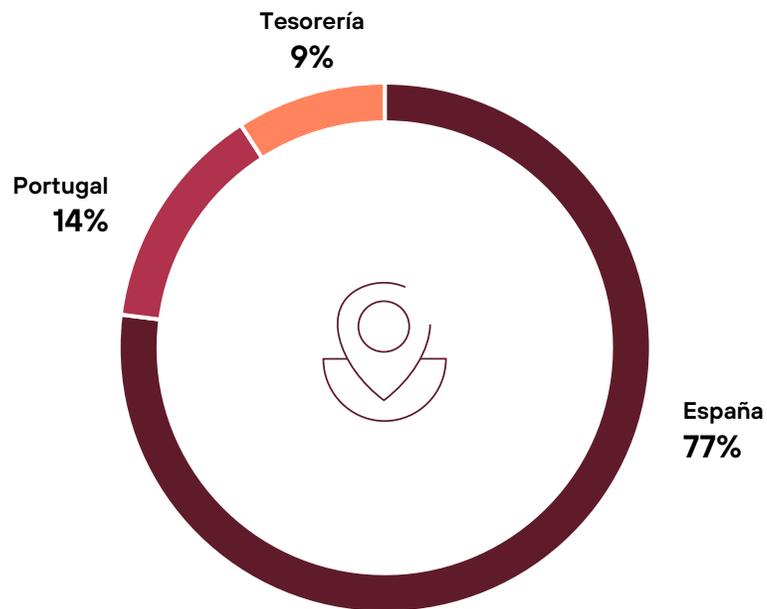
La matriz de la pesca

Mayor
ineficiencia
=
Mejor
oportunidad

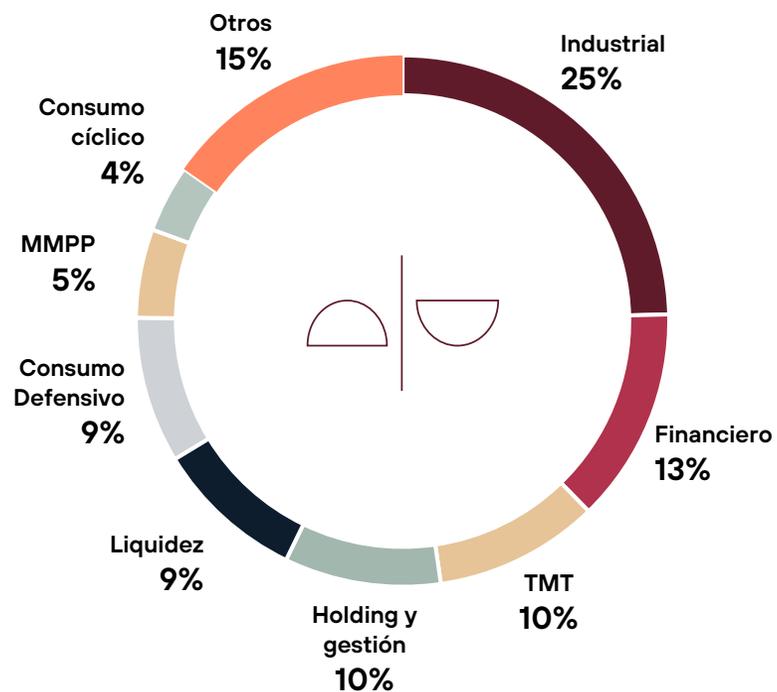


Distribución de la cartera Horos Value Iberia

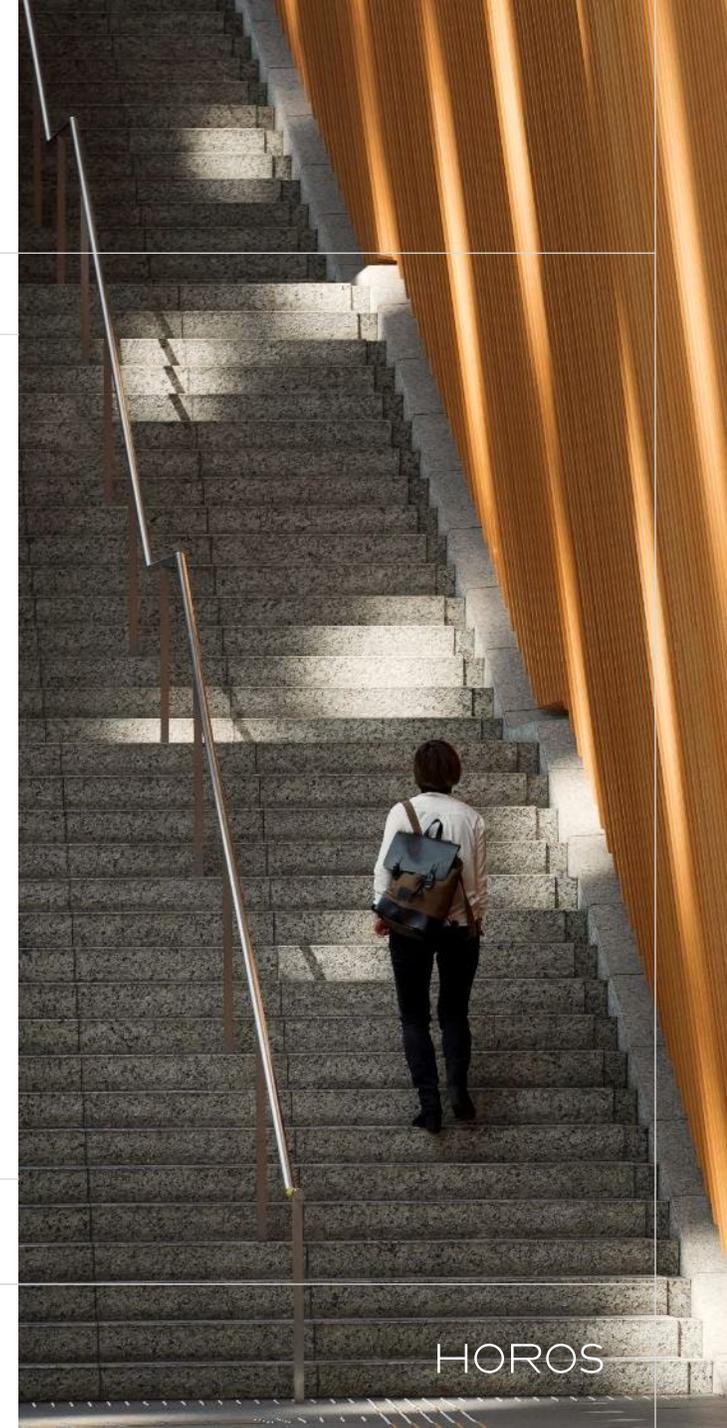
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA



DISTRIBUCIÓN TEMÁTICA



Potencial: 115%



Distribución de la cartera Horos Value Iberia



Potencial:

115%



Núm. compañías: 25



Caja neta: 55%



Dividendo (%): 3,5%



Recompra acciones: 20%

INDUSTRIAL (25%)

EV/FCF: 7,1x | ROCE: 12%

FINANCIERO (13%)

P/BV: 0,4x | ROE: 14% | DVD: 5,3%

HOLDING Y GESTIÓN (10%)

Descuento: 45%

TMT (10%)

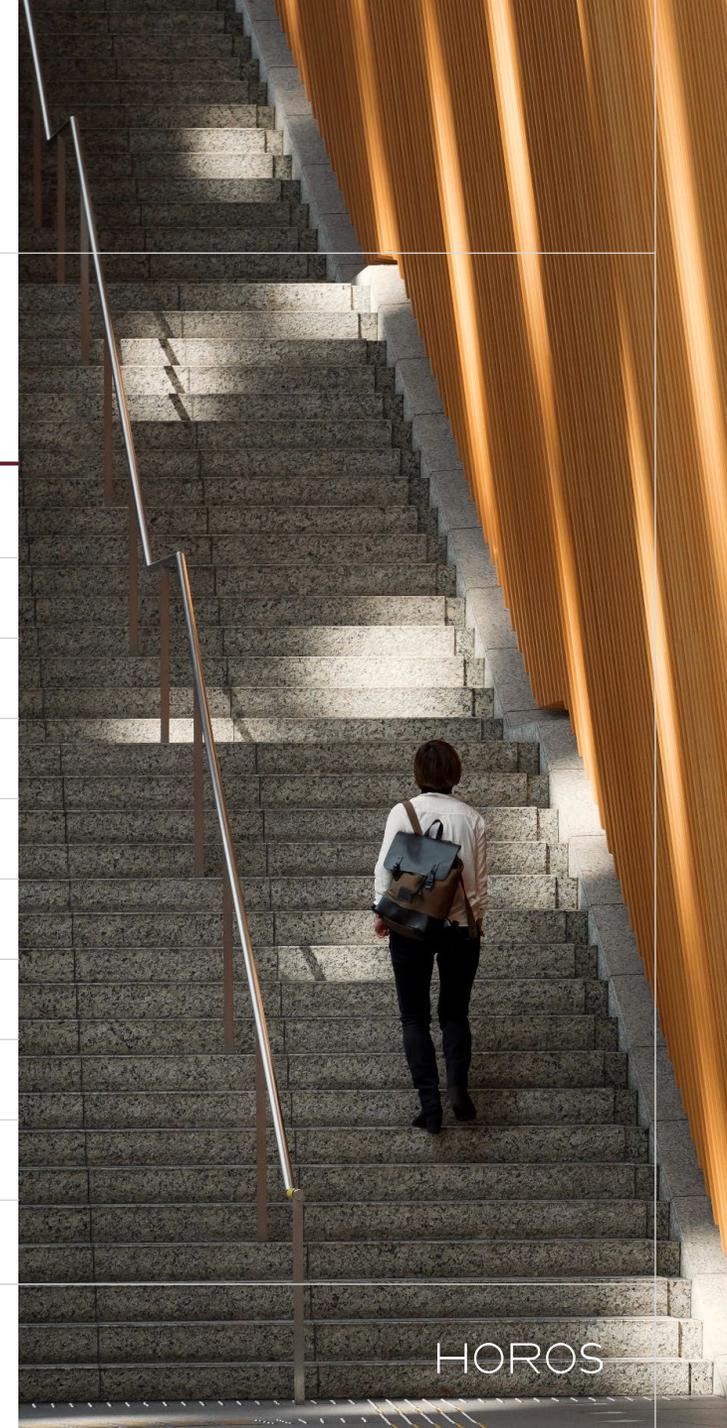
Descuento: 50% | Recompran: 50%

RESTO (42%)

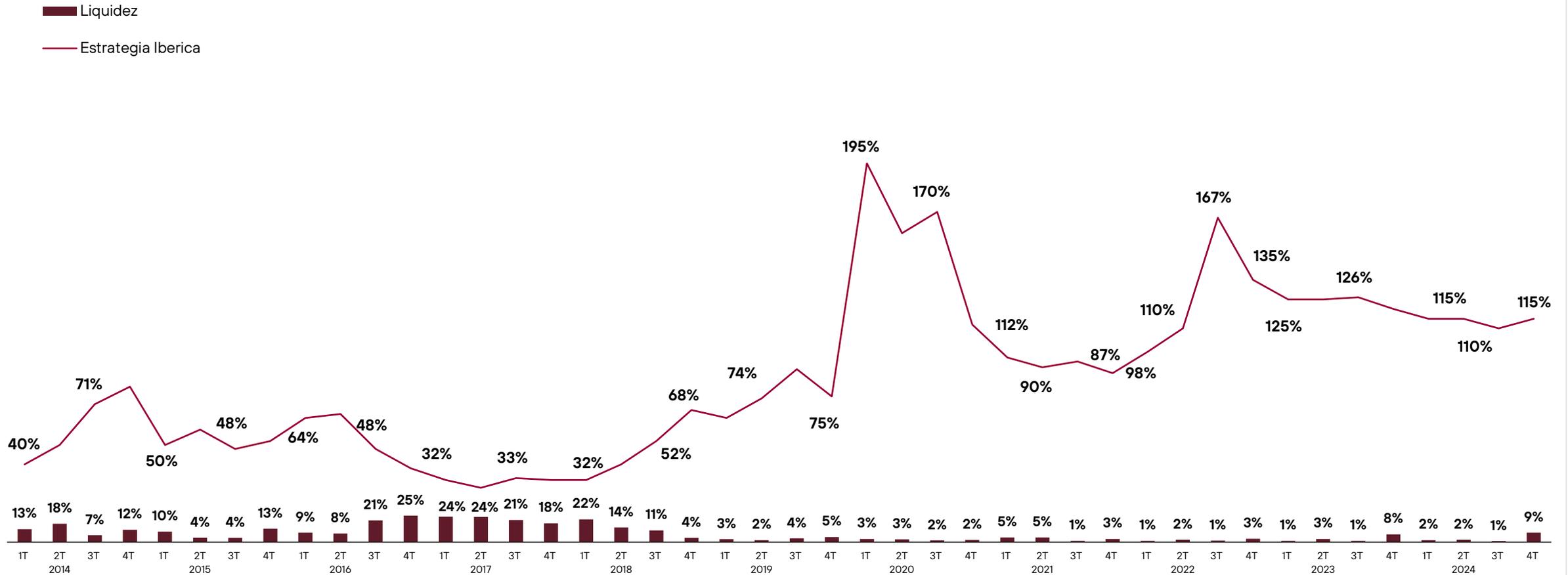
EV/FCF: 6,2x | ROCE: 15%

Top 10 posiciones

Posición	Peso	Potencial	Temática
Catalana Occidente	7,2%	>70%	Financiero
Horos Value Internacional	6,3%	130%	Otros
Alantra Partners	5,9%	>70%	Financiero
Semapa	5,9%	>70%	Holding y gestión
Zegona	5,3%	>70%	TMT
Iberpapel	4,6%	>70%	Industrial
Dia	4,5%	>70%	Consumo defensivo
Meliá Hotels	4,1%	>70%	Consumo cíclico
Talgo	3,8%	>70%	Industrial
Aperam	3,7%	>70%	Industrial



Nuestros potenciales vs liquidez



Datos desde 31 de marzo de 2014 hasta el 31 de diciembre de 2024
 *Hasta el 21 de mayo de 2018 comprende el potencial del equipo gestor en su anterior etapa y desde entonces en Horos AM.