

**Carta ínterin a co-inversores del BrightGate Focus
1er semestre de 2024**

3 de julio, 2024, Madrid

“Las personas que tienen información sobre un caso individual raramente sienten la necesidad de conocer la estadística de la clase a que el caso pertenece.”

Daniel Kahneman: Pensar Rápido, Pensar Despacio.

Queridos co-inversores,

El Fondo cerró el 30 de junio con un NAV (clase institucional) de 1.699, lo que representa un 9,7% de rentabilidad durante el semestre, frente al 15,3% del S&P500, del 11,7% del MSCI World y del 2,6% del BofA US High Yield Index – en todos los casos, incluyendo la reinversión de dividendos o cupones, pero sin tener en cuenta el coste de cobertura de la divisa. Aunque el Fondo no tiene ningún índice de referencia, considero a los tres índices anteriores como un grupo representativo del universo de activos (acciones y bonos de alto rendimiento) en los que invierte la estrategia.

Como he venido mencionando en años anteriores, los resultados semestrales deben interpretarse con cautela. Aunque creo que a largo plazo el comportamiento del Fondo estará en línea con los objetivos marcados cuando se lanzó, las oscilaciones del valor liquidativo a corto plazo, tanto al alza como a la baja, pueden ser en gran medida aleatorias y no ser representativas de la creación (o destrucción) de valor acaecida en cada una de nuestras empresas.

El Fondo ha tenido un comportamiento parecido al de los índices durante el semestre, aunque al igual que el año pasado *las ganancias no han venido ni de la burbuja en la que están envueltas las empresas tecnológicas (más en concreto, aquellas consideradas por los “inversores” como “apuestas” al auge de la inteligencia artificial)* ni tampoco de aquellas acciones “meme” que han tenido un resurgir en sus cotizaciones por razones puramente espurias pero que siguen teniendo en términos fundamentales un futuro cuanto menos incierto.

Durante episodios históricos de burbujas bursátiles tan grandes como la actual (eventos tan raros que son “tres sigma”, tomando prestada la terminología de [Jeremy Grantham](#)), *el foco tiene que estar puesto en la protección del capital* y tener una apreciación realista de lo que se puede y no se puede obtener en términos de rentabilidades a largo plazo.

Para anclar mínimamente dichas expectativas en estos momentos de euforia, puede ser aleccionador considerar el siguiente análisis de Barron’s:

“The failure of the general market to decline during the past year despite its obvious vulnerability, as well as the emergence of new investment characteristics, has caused investors to believe that the U.S. has entered a new investment era to which the old guidelines no longer apply. Many have now come to believe that market risk is no longer a realistic

consideration, while the risk of being underinvested or in cash and missing opportunities exceeds any other.”

El anterior párrafo no tendría nada de particular de no ser porque fue escrito en febrero de 1969, unos años antes de uno de los peores mercados bajistas en la historia de EE.UU.¹ En aquel entonces, igual que ahora, las rentabilidades pasadas obtenidas por los índices bursátiles eran la “prueba definitiva” de su infalibilidad para obtener las mismas rentabilidades a futuro. Como en otros muchos episodios de la historia, las cosas probaron ser muy diferentes al final, mostrando una vez más que en los mercados financieros ya hay muchas cosas inventadas y de que hay pocas verdades nuevas bajo el sol.

Sigo pensando que *el panorama para los inversores pasivos en renta variable de aquí al final de esta década será similar a la experiencia vivida por los inversores en renta fija la última década, marcada por pobres retornos (ceranos al cero en términos reales), excesivas volatilidades y por la posibilidad de que los gestores verdaderamente activos tengan uno de los mejores períodos frente a los índices de las últimas tres décadas, tal y como ha sido el caso de sus homólogos en renta fija recientemente.*

Antes de pasar a la composición actual de la cartera y de las principales inversiones y desinversiones realizadas durante estos meses, la carta de este semestre pretende explicar en profundidad uno de los aspectos de nuestro proceso de inversión que considero más cruciales, y el cual proviene de la literatura de la economía del comportamiento: el uso de las probabilidades base.

Invertir Rápido, Invertir Despacio

El pasado 27 de marzo falleció el psicólogo israelí Daniel Kahneman a la edad de 90 años. Ganador del Premio Nobel de Economía de 2002 junto con Vernon Smith² y famoso por su libro publicado en 2011 y éxito de ventas “*Pensar Rápido, Pensar Despacio*”, Kahneman (y sus colaboradores) ha sido uno de los pensadores que más me ha influido intelectualmente, y he creído oportuno dedicar como pequeño homenaje un apartado en esta carta a explicar con ejemplos concretos cómo algunos de los conceptos de la economía del comportamiento (“*behavioural finance*”) han influenciado el proceso de gestión de nuestros dos fondos.

La aportación más famosa de Kahneman al campo de las finanzas del comportamiento ha sido la “teoría prospectiva”, desarrollada por primera vez con su amigo Amos Tversky en un artículo publicado en 1979.³ Con esta contribución, los dos psicólogos israelíes proponían un esquema teórico completamente novedoso de cómo la gente toma decisiones en el día a día, partiendo de unos supuestos y llegando a unas conclusiones muy diferentes a las de los modelos convencionales utilizados por los economistas.

Mientras que estos últimos se centran en la “utilidad” que nos reporta un determinado bien o una determinada acción en términos absolutos (ej., la utilidad que nos reporta ganar un premio de 100 euros es superior a la de uno de 20 euros), Kahneman y Tversky avanzaron la idea de que la manera en que valoramos las cosas no es tanto en términos absolutos sino

¹ John Hussman, 2023, “*When the Bough Breaks*” (enlace [aquí](#)).

² Vernon Smith fue el principal impulsor de la economía experimental. Explicué algunos de los principales resultados de esta rama de la economía al mundo financiero en la carta del primer semestre del año pasado (“burbujas de laboratorio”).

³ Kahneman, D. and Tversky, A., 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47(2), pp.263-292.

en términos relativos, *empezando siempre desde un punto de referencia a partir del cual valoramos el cambio que experimentamos como una “ganancia” o una “pérdida”*. Adicionalmente, la forma de esta función estadística (que la llamaron la “función de valor”) es asimétrica, ya que la gente es “aversa a la pérdida”, es decir, siente una unidad de pérdidas de forma mucho más intensa que una unidad de ganancias.

Además de la función de valor, el segundo pilar de la teoría prospectiva es explicar cómo las personas nos formamos una idea de la distribución de probabilidades de un evento. A diferencia de lo que defiende la economía convencional, en donde los agentes conocen cuál es el abanico de probabilidades que se abre tras tomar una determinada acción, la teoría prospectiva argumenta que operamos con una “función de ponderación de probabilidades”, por la cual *simplemente sustituimos las probabilidades objetivas por otras subjetivas*. En concreto, la teoría argumenta que subestimamos las probabilidades que son elevadas (por ejemplo, una probabilidad del 99% la “sentimos” más cercana al 95% que al 100%) y que sobre estimamos las probabilidades bajas (una probabilidad del 1% la sentimos más cercana al 5% que al 0%). Esta forma de la función de probabilidades explica elegantemente por qué en el mundo real un mismo individuo puede querer comprar una costosa póliza de seguros contra sucesos altamente improbables y al mismo tiempo comprar un billete de lotería.

En su conjunto, la teoría prospectiva explica muchos fenómenos que vemos en el mundo financiero y que un economista consideraría altamente irracionales, tales como la tendencia de los gestores a vender sus inversiones ganadoras y mantener las perdedoras (en las perdedoras estamos en el “rango de las pérdidas” y al ser aversos a la pérdida no queremos realizarlas, lo que se conoce como el “efecto de la disposición”), a sobre ponderar la probabilidad de eventos altamente improbables (que hacen que las acciones de tipo “lotería”, es decir, aquellas con una distribución altamente asimétrica de retornos, coticen generalmente más caras) y a que la gente tenga horizontes de inversión excesivamente reducidos (“aversión miope a la pérdida”).

Sin embargo, no quería dedicar esta carta a explicar las aplicaciones de la teoría prospectiva al mundo de la gestión de fondos (algo que espero poder hacer en futuras cartas), sino a otro concepto popularizado por Kahneman y Tversky y que usamos profusamente en la gestión del día a día de nuestros fondos: el uso de probabilidades base (“*base rates*”).⁴

Las probabilidades base son un concepto fundamental en estadística, psicología y muchos otros campos. Una probabilidad base se refiere a la frecuencia con la que ocurre un evento dentro de una población general, antes de considerar ninguna información específica sobre un caso particular. En líneas generales, cuando hay que realizar un pronóstico siempre se necesita una combinación de los siguientes tres componentes: la visión interna (*inside view*), la visión externa o clase de referencia (*outside view*) y los pesos relativos que damos a cada uno de los dos componentes anteriores.

La visión interna consiste en utilizar los elementos particulares al problema en cuestión y formar con ellos exclusivamente nuestra predicción. Por ejemplo, si queremos estimar cuánto tiempo tardaremos en escribir un nuevo libro, la visión interna solo tendría en cuenta los factores específicos a nuestro caso, tales como nuestro conocimiento del tema, el tiempo

⁴ Para una excelente introducción a la teoría prospectiva, ver Barberis, N.C., 2013. Thirty Years of Prospect Theory in Economics: A Review and Assessment. *Journal of Economic Perspectives*, 27(1), pp.173-196.

que le dedicaremos, las ganas con las que empezemos o la presión que nos meta nuestro editor.

La visión externa toma una posición diametralmente opuesta a la hora de hacer predicciones. Esta ruta nos pide abstraernos de los particulares de nuestro caso en cuestión y que estimemos solamente las probabilidades medias de eventos similares (“clase de referencia”) que hayan ocurrido en el pasado. Siguiendo con el ejemplo anterior del libro, la visión externa nos obligaría a obtener información específica sobre cuánto ha tardado de media la gente en el pasado en escribir un libro similar.

Todos los estudios que han investigado la precisión de nuestras predicciones llegan a conclusiones similares: *las predicciones realizadas exclusivamente con la visión interna conducen invariablemente a resultados demasiado optimistas*. La recomendación de Kahneman, Tversky y del resto de la literatura de las finanzas conductuales es empezar con una visión externa del problema (las probabilidades base) y a partir de ahí ajustar dicha predicción con los elementos relevantes que nos pueda aportar la visión interna.

Aunque obtener probabilidades base sobre ciertos problemas puede ser una ardua tarea (dicho obstáculo es uno de los principales escollos en la aplicación de probabilidades base en otros campos), la cantidad de datos que nos brinda el mundo financiero nos permite poder recurrir a ellas. Para ilustrar el uso que les damos en nuestro proceso de inversión, he pensado en explicar dos ejemplos diferentes: el primero, a la hora de entender la persistencia de la rentabilidad de una empresa, y segundo, tener una estimación más precisa de las tasas de insolvencia de nuestra cartera de bonos.

Uno de los fenómenos más conocidos en la literatura empresarial es la persistencia de la rentabilidad de una empresa a lo largo del tiempo. Aunque los principios de la competencia nos dicen que los beneficios elevados atraen competencia y acaban siendo eliminados, dicho proceso de reversión a la media suele tardar bastante tiempo hasta llegar a su conclusión lógica final.

En su excepcional estudio sobre las probabilidades base de las principales magnitudes financieras de las empresas cotizadas en Estados Unidos en el período de 1983 a 2015, Mauboussin y sus colaboradores mostraron que mientras que la evolución pasada de algunas magnitudes financieras no tenía ningún poder predictivo sobre su posible evolución futura (por ejemplo, el crecimiento pasado de las ventas no ayuda a pronosticar su crecimiento futuro), otras variables sí que tenían un elevado poder predictivo, entre ellas la rentabilidad del capital empleado.⁵

En la siguiente tabla se puede ver, por ejemplo, que la rentabilidad sobre el capital actual de una empresa que opere en el sector de consumo no cíclico explica en promedio el 78% de la rentabilidad del capital de la misma empresa cuatro años más tarde. Es decir, en promedio, para la mayoría de los sectores (con las excepciones de energía, materiales y financieras, cuyas empresas dependen más de factores macroeconómicos como el precio de las materias primas o el nivel de los tipos de interés y no tanto de ventajas competitivas duraderas) *las empresas rentables lo seguirán siendo años más tarde, mientras que las empresas que no lo son les seguirá costando superar su coste del capital*.

⁵ Mauboussin et al., 2016. *The Base Rate Book: Integrating the Past to Better Anticipate the Future*. Credit Suisse Global Financial Strategies.

Exhibit 7: Rate of Regression and toward What Mean CFROIs Revert for Ten Sectors, 1983-2015

Sector	How <i>Much</i> Regression?	Toward <i>What</i> Mean?			
	Four-Year Correlation Coefficient	Median (%)	Average (%)	Standard Deviation (%)	Coefficient of Variation
Consumer Staples	0.78	8.1	9.3	0.6	0.07
Consumer Discretionary	0.67	8.0	9.1	0.6	0.07
Health Care	0.64	8.3	7.6	1.1	0.15
Industrials	0.62	6.7	7.6	1.0	0.12
Utilities	0.57	3.5	4.1	0.8	0.20
Telecommunication Services	0.55	5.7	5.3	1.4	0.27
Information Technology	0.50	8.5	9.0	1.6	0.18
Financials	0.43	7.5	8.3	1.5	0.18
Materials	0.41	4.6	4.7	0.9	0.19
Energy	0.35	5.0	4.9	1.7	0.34

Fuente: Mauboussin et al., 2016. The Base Rate Book: Integrating the Past to Better Anticipate the Future. Credit Suisse Global Financial Strategies.

Un analista competente que quiera seguir las recomendaciones de las finanzas conductuales para mejorar sus predicciones de la rentabilidad de una empresa empezará entonces con el histórico de la rentabilidad, y a partir de ahí ajustará su estimación en base a la importancia de la información que traiga su visión interna.

El análisis anterior no debería tomarse como un ejercicio puramente académico. De hecho, es un proceso que en mayor o menor medida han empleado los mejores inversores de la historia. Por ejemplo, esto es lo que tenía que decir Buffett respecto a la importancia del cambio (o la ausencia de él) en el turno de ruegos y preguntas de la junta general de accionistas de Berkshire de 1999:

“But we do not get enthused about — with a few exceptions — we do not get enthused about change as a way to make a lot of money. We try to look at — we’re looking for the absence of change to protect ways that are already making a lot of money and allow them to make even more in the future. So we look at change as a threat. And whenever we look at a business and we see lots of change coming, 9 times out of 10, we’re going to pass on that.”

Más allá de la posible dificultad de encontrar una clase de referencia, la razón por la que gente no aplica las probabilidades base más a menudo es que es un procedimiento aparentemente muy simple – demasiado simple. Bent Flyvbjerg, uno de los mayores estudiosos de todo el mundo de la planificación de grandes proyectos, explica muy claramente en su libro reciente sobre la planificación de proyectos⁶ con un caso muy concreto (una modesta renovación de cocina) por qué la gente no utiliza más la visión externa a la hora de planificarse:

“I know from experience that people sometimes struggle with this, not because it’s complicated but because it’s simple. It’s too simple. Their project is special, after all, or so they think, and this process doesn’t emphasize that, so they complicate the process. They think that if they’re doing a kitchen renovation, they shouldn’t say that “one of those” is “the class of kitchen renovations.” That’s too easy. Instead, they try to create

⁶ Flyvbjerg, B. and Gardner, D., 2023. *How Big Things Get Done: The Surprising Factors That Determine the Fate of Every Project, from Home Renovations to Space Exploration and Everything In Between.* Crown Currency.

a tightly drawn, complicated definition of the class that seems to neatly fit their particular project. Instead of seeing the class as “kitchen renovations,” they call it “kitchen renovations with granite countertops and German appliances in high-rise condominium units located in my neighborhood.” That’s a mistake. It ignores a lot of useful information. And it makes it much harder to gather the necessary data, a challenge I’ll discuss below.”

Pasando a nuestro segundo ejemplo, el uso de las probabilidades base también lo aplicamos profusamente para entender algunas de las métricas más importantes de nuestras inversiones en renta fija.

Afortunadamente, la renta fija es probablemente uno de los campos en los que la integración de probabilidades base en el proceso de análisis resulta más sencillo. Y es gracias a la existencia de las agencias de calificación crediticia, las cuales tienen una exhaustiva base de datos que cubre el comportamiento de un elevado número de emisiones de renta fija a lo largo de varias décadas.

Cuando la información es de una calidad tan elevada, no solo la aplicación de probabilidades base se simplifica enormemente, sino que *tanto la precisión de las predicciones como la importancia de la visión externa aumentan enormemente.*

El cuadro siguiente, cortesía de Standard & Poors, muestra algunas de las principales estadísticas de las emisiones de renta fija relativas a las tasas de insolvencia a un año, de 1981 a 2021, ordenadas por calificación crediticia. Puede verse, por ejemplo, que las tasas de insolvencia aumentan de manera aproximadamente lineal hasta el entorno de las BBB (0,15%), y a partir de ahí empiezan a crecer de manera exponencial (de media, las “B” tienen cinco veces más probabilidades de entrar en una situación de insolvencia a un año que las “BB”).

Descriptive Statistics On One-Year Global Default Rates

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C
Minimum	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00
Maximum	0.00	0.38	0.39	1.02	4.24	13.84	49.46
Weighted long-term average	0.00	0.02	0.05	0.15	0.60	3.18	26.55
Median	0.00	0.00	0.00	0.06	0.58	3.40	25.00
Standard deviation	0.00	0.06	0.10	0.25	0.99	3.25	11.86
2008 default rates	0.00	0.38	0.39	0.49	0.81	4.11	27.27
Latest four quarters (2021Q1-2021Q4)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.52	10.99
Difference between last four quarters and weighted average	0.00	(0.02)	(0.05)	(0.15)	(0.60)	(2.67)	(15.56)
Number of standard deviations		(0.28)	(0.51)	(0.59)	(0.61)	(0.82)	(1.31)

Fuente: Standard & Poors, 2022. 2021 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study.

Si las calificaciones crediticias fuesen erróneas o asignadas de manera aleatoria, no veríamos el incremento en las tasas de insolvencia que muestran las series. Esta tabla es solo una diminuta muestra de la enorme cantidad de probabilidades base a disposición de un analista de renta fija, muchas de las cuáles usamos en nuestro análisis de las emisiones que incorporamos en cartera.

Con el paso del tiempo, hemos descubierto que, con la excepción de algunos emisores (especialmente aquellos en los que llevamos invertidos muchos años), *la labor de análisis se vuelve más eficiente y precisa si, en vez de empezar con un folio en blanco, partimos de las calificaciones crediticias (visión externa) y de ahí ajustamos la predicción con nuestro análisis (visión interna)*. En algunos casos, dicho ajuste puede ser grande (como en el caso de aquellos emisores en países emergentes cuya calificación crediticia está restringida por el soberano), mientras que en la mayoría de los casos el ajuste será mínimo, como mucho de uno o dos escalones.

Finalmente, y para concluir, uno puede pensar que en estos últimos casos (en los que nuestra opinión se acerca a las de las agencias de calificación crediticia) el valor que puede aportar un gestor es prácticamente nulo, ya que la información debería estar recogida por el mercado. No puedo estar más en desacuerdo con esta afirmación, ya que nuestra experiencia muestra lo contrario. Por ejemplo, a finales del año pasado los bonos perpetuos de General Motors, un emisor grado de inversión, llegaron a pagar un 12% (en dólares), mientras que bonos similares tenían rentabilidades del 5%. La única particularidad de la emisión es que eran bonos de cupón flotante, en un momento en que todo el mundo quería tener exposición a duraciones más largas. Según escribo estas líneas, la rentabilidad de dicho bono de General Motors se ha estrechado hasta el entorno del 7% (con la consiguiente revalorización que ha experimentado el precio del bono), y de hecho sigue habiendo bonos flotantes grado de inversión con rentabilidades (en dólares) superiores al 7%, más propios de bonos con calificación de “B”, pero obviamente con tasas de insolvencia una décima parte menores que estos últimos.

Estructura de la cartera

A cierre de junio, la estructura de la cartera es la siguiente. Tenemos un 59% invertido en renta variable a largo plazo, un 6,7% en situaciones especiales (a través únicamente de nuestra posición en Liquidia), un 16% en renta fija y un 3,6% en preferentes. Adicionalmente, la cartera de renta fija tiene una rentabilidad a vencimiento del 7,9% (después de los costes de cobertura a euros) y una duración de 1,5.

Es interesante señalar que, tal y como explico en la introducción, dado que tengo unas expectativas cercanas a cero en términos reales sobre los retornos que obtendrán los principales índices bursátiles de los países desarrollados en los próximos años, *creo que la rentabilidad que ofrece nuestra cartera de bonos es altamente atractiva y a la vez tiene un perfil que nos proporcionará protección a la baja cuando las valoraciones inevitablemente corrijan* (aunque no sé cuándo). No descarto seguir aumentando durante los próximos meses nuestras posiciones en bonos con rentabilidades similares a las que ya tenemos. A cierre de junio, nuestras posiciones en renta fija son American Coastal, Discover Financial, Genworth Financial, Preferred Bank y Textron Corporation.

Respecto a la composición sectorial, los principales sectores en los que estamos invertidos son, por orden de importancia: consumo cíclico (35%), financiero (27%), consumo no cíclico (6,7%), industrial (6,8%) y tecnología (6,8%). Cabe señalar que los negocios que tenemos en uno de estos sectores tan amplios son muy diversos y, con la excepción de nuestra exposición al sector de los concesionarios de automóviles (en el que tenemos un 15% del Fondo invertido en esta temática), el resto de la cartera está suficientemente diversificado. Finalmente, más de la mitad de nuestro peso en el sector financiero está compuesto por

nuestros bonos, estando el restante distribuido en nuestras posiciones en Northeast Bank, OSB Group y SLM Corp. Desde este punto de vista, los cupones (y dividendos) que pagan nuestra cartera de empresas financieras deberían permitirnos seguir aumentando el valor liquidativo del Fondo con independencia de lo que hagan las valoraciones de estas empresas a corto plazo.

Principales incorporaciones a la cartera

El Fondo solo tuvo tres incorporaciones nuevas durante el primer semestre del año en la parte de renta variable: Atkore (ATKR:US), Group 1 Automotive (GPI:US) y PHINIA (PHIN:US). Adicionalmente, en estos seis meses hemos adquirido también los bonos de Textron y de Preferred Bank, ambos con rentabilidades superiores al 7% en euros.

Dado que la tesis de Group 1 es similar a la que tenemos en Asbury y Lithia y ha sido explicada en cartas anteriores, esta vez presentaré en detalle la tesis de inversión de Atkore. Aunque no entraré en detalle en explicar nuestro racional para invertir en PHINIA, simplemente me gustaría señalar que, al igual que Atkore, PHINIA es una compañía estadounidense que opera en un negocio cíclico (auto partes), con excelentes rentabilidades sobre el capital empleado, con mínima deuda en su balance y con un equipo directivo incentivado en generar valor para los accionistas a largo plazo. Tanto en el caso de Atkore como en el de PHINIA, ambas compañías cotizan a valoraciones muy razonables, aunque en el caso de Atkore el riesgo de valor terminal que estamos asumiendo es nulo, mientras que en el caso de PHINIA no lo es, ya que su negocio principal (inyectores para vehículos comerciales) acabará siendo desplazado por la electrificación tanto de la flota de vehículos ligeros como la flota comercial.

Atkore (ATKR:US)

Atkore (ATKR:US), con sede en Illinois, es una empresa dedicada a la fabricación y distribución de una amplia gama de productos, incluyendo conductos metálicos y no metálicos, sistemas de gestión de cables, tuberías y soluciones de protección contra incendios. Los mercados finales de Atkore están relacionados mayoritariamente con la industria de la construcción no residencial (aunque también cuenta con exposición a los mercados residenciales), con exposición a sectores tan variados como la construcción, la industria, la energía y el transporte.

Aunque la empresa es relativamente antigua, ya que se fundó en 1959 como Allied Tube & Conduit, no es hasta el año 2014 que Atkore adquiere la forma que tiene actualmente. En ese año, un private equity compró a Tyco el 50% restante de su negocio de productos eléctricos y mecánicos (el 50% inicial lo había comprado en el año 2010), estableció un nuevo equipo directivo formado principalmente por ex Danahers y, junto con algunas adquisiciones adicionales que hicieron en el negocio de fabricación de productos de PVC, sacaron a bolsa el negocio en el 2016 con una valoración de 16\$ por acción.

Desde entonces, la empresa ha seguido con su conservadora y exitosa política de adquisiciones. La mayoría de las compras se han financiado sin deuda y las empresas adquiridas han sido relativamente pequeñas, minimizando posibles riesgos de integración. Para tener una idea del tamaño relativo de dichas adquisiciones, una de las mayores compras

fue la adquisición en 2022 de Poly Systems, un fabricante de tubos de polietileno de alta densidad, por 227 millones de dólares, que es muy manejable teniendo en cuenta el valor de empresa de \$3,6 bn. que tenía Atkore ese año. La política de adquisiciones ha estado dirigida tanto a consolidar la posición dominante que tiene Atkore en los mercados en los que opera como a entrar en nuevos verticales adyacentes a los productos ya existentes. En concreto, las últimas adquisiciones de Atkore se han centrado en el mercado de los tubos de polietileno de alta densidad (HDPE), un mercado en el que la presencia de Atkore era mínima hasta hace poco y que el equipo directivo ha estimado como una oportunidad adicional de ventas de \$7bn. Dichos productos no solo se usan en proyectos tradicionales que necesitan cableado eléctrico, sino también en proyectos de telecomunicaciones y fibra óptica.

En este punto, la pregunta natural es entender por qué el negocio de Atkore es un buen negocio, una realidad que como veremos más adelante está perfectamente reflejada en los estados financieros de la compañía. Hay varias razones cualitativas, pero las más importantes se pueden resumir en cuatro puntos.

En primer lugar, los productos que fabrica son voluminosos y pesados, con lo que es difícil moverlos a través de largas distancias. Como regla sencilla, Atkore estima que en general tiene sentido tener fábricas en un radio de 500 millas de sus clientes. Esto no solo hace que el negocio dependa de las dinámicas regionales, sino que la posible competencia agresiva por parte de empresas internacionales con exceso de capacidad (léase, China) es mínima ya que el coste del flete es un componente importante en el precio final, por no hablar de la diferencia de tiempos de entrega y la posibilidad de sufrir retrasos en la obra, ambas consideraciones cualitativas fundamentales para un contratista.

En segundo lugar, la mayoría de los productos de Atkore han existido durante un siglo, con lo que hay un riesgo muy reducido de obsolescencia tecnológica. Aunque ha habido cierta innovación tecnológica en algunos de estos productos en los últimos años, el índice de vitalidad de Atkore (un ratio que mide el porcentaje de ventas de productos introducidos recientemente sobre el total de ventas) se sitúa solamente en el 9%.

En tercer lugar, aunque el mercado de fabricación de tubos y cables a nivel agregado sigue estando relativamente fragmentado, la concentración por línea de producto es mucho más elevada, estando generalmente cada una de estas en manos de 2 o 3 fabricantes. Por ejemplo, la fabricación de tubos de metal está repartida entre 3 fabricantes que representan más del 80% de los volúmenes. Atkore es de las pocas empresas que compiten en distintas líneas de producto y en cada una de ellas suele competir con diferentes empresas (ej. los competidores en PVC son diferentes a los que fabrican cable blindado). Este hecho es una fuente importante de ventajas competitivas respecto a otras empresas, ya que Atkore puede suministrar todos los productos necesarios para un proyecto completo de principio a fin. La variedad de productos de Atkore hace que sus clientes muchas veces prefieran por conveniencia tener que negociar con un solo proveedor que con una plétora de ellos. Tal y como explicaba el equipo directivo en una conferencia con analistas el año pasado:

“One of the advantages we have, again versus our competitors is we do have this product basket. So, we're able to provide more products on a truck than just one truck full of one product, if that makes sense. Some people like the ability to order multiple things on a truck, get multiple deliveries, help their working capital, maybe pay a little bit more of a price for that, but that's service we can offer.”

Finalmente, sería negligente no mencionar la calidad del equipo directivo y la cultura corporativa de Atkore, que han sido sin duda alguna unas de las razones del extraordinario comportamiento de la acción desde su salida a bolsa. En líneas generales, la cultura corporativa fue establecida por el anterior CEO de la compañía (John Williamson), que se retiró en el 2018, y el cual había desarrollado anteriormente su carrera en Danaher. La legendaria cultura de procesos y resultados de Danaher ha sido trasladada a Atkore y codificada con el nombre de “Atkore Business System”, básicamente un sistema de mejora continua, buenas prácticas y altamente protocolizado que va desde la valoración del rendimiento de los empleados, pasando por la alineación de intereses hasta cada uno de los procesos de las diferentes líneas de negocio.

En un mundo en el que todas las empresas usan profusamente los términos de moda para declarar que su cultura corporativa es diferente y superior a la de la competencia, es difícil para nosotros los gestores separar el grano de la paja, y en general soy escéptico de dichos esfuerzos. Sin embargo, la evidencia de los últimos años muestra que en el caso de Atkore la cultura y el equipo directivo han sido un factor verdaderamente diferencial, y aunque pueda parecer más cualitativo que otros factores como las economías de escala, no por ello es menos importante (en terminología de Helmer, dicha ventaja competitiva caería en la rúbrica de “poder de procesos”).

Además de haber tenido un excelente historial de creación de valor los últimos años, hay varios vientos de cola a nivel macroeconómico que deberían favorecer al negocio de Atkore durante la próxima década. En concreto, la electrificación de la economía y la construcción de centros de datos deberían ser dos tendencias que apoyen el crecimiento de la compañía. En la misma conferencia del año pasado, el equipo directivo explicaba lo siguiente al respecto:

“Yes, so I think data centers is probably one of our more product-dense applications. That's because it certainly starts with PVC in the ground. If you look at a data center and the amount of power that goes into a data center, the amount of cabling, the cable management, and so on and so forth in a data center, I'm pretty, I'd say content-rich for us. We've always been consistently felt like that's a strong market. I do believe that the AI situation will prompt maybe even more demand there. I think the other thing that's interesting to me is just the amount of power that's being used in these data centers increases. It seems like every generation, anytime you have more power, more connections and all that, you will see that represented in our amount of product that we will build in that data center.”

Finalmente, la valoración de Atkore es eminentemente razonable. Dado que la empresa fue una clara beneficiada por los problemas en las cadenas de suministro durante la pandemia, el mercado tiene dudas de cuál será la capacidad de generación de beneficios de la empresa en un entorno normalizado. En estos casos, tal y como ocurrió con las empresas de construcción residencial o los fabricantes de vehículos recreacionales hace dos años, creo que es más fácil hacerse una idea de dicha capacidad si nos centramos en la rentabilidad sobre el capital empleado del negocio (un ratio) que en vez de en los beneficios en términos absolutos. La razón es que *los beneficios en términos absolutos no son solo una función de los márgenes que esté obteniendo la empresa, sino de la cantidad de capital que necesita*

para obtenerlos. Dado que Atkore ha prácticamente duplicado su base de activos operativos netos (NOAs) del 2019 al 2023 (pasando de casi \$1bn. a \$1.8bn.), un analista tendrá dificultades en separar qué parte del crecimiento de los beneficios viene por el crecimiento de los activos y cuál por el efecto de la pandemia (márgenes).

A cierre de junio, las acciones cotizaban en torno a 130 dólares por acción, lo que supone un valor de empresa (EV) de \$5,2bn., que dado sus NOAs de \$1,8bn. significa que la empresa cotiza a un EV/NOA de 2,8x, que aparentemente parece elevado dado que es un negocio industrial con productos poco diferenciados. Sin embargo, la rentabilidad sobre los activos operativos netos (RNOA) del negocio del 2019 al 2023 fue del 17%, 20%, 65%, 69% y 42%, respectivamente. Asumiendo RNOAs en el rango del 20-25% y crecimientos muy modestos, las rentabilidades implícitas comprando a estos precios deberían ser de doble dígito (10-15%) en los próximos años. Dado el balance con mínima deuda que tiene la empresa, el excelente equipo directivo, las avenidas de crecimiento (especialmente las inorgánicas) y la predictibilidad del negocio a largo plazo (la naturaleza del negocio seguirá siendo básicamente la misma en una década) creo que ahora mismo Atkore es una de las mejores oportunidades que hay en el mercado estadounidense y debería poder crear valor a una tasa muy superior a la que preveo para los índices bursátiles en los próximos años.

Principales ventas durante el semestre

En línea con semestres anteriores, hemos realizado pocas desinversiones durante la primera mitad del año. En concreto, las ventas han sido Micron, SK hynix, BFF Bank y Elevance. Con la excepción de BFF, en todas ellas hemos realizado plusvalías, aunque la experiencia entre los fabricantes de memoria y Elevance no ha podido ser más distinta. Esta última ha seguido ejecutando su plan de negocio contra unas condiciones desfavorables en la industria en la que opera (el precio de las acciones de varias empresas gestoras del Medicare han recortado fuertemente los últimos meses dadas unas tarifas peores y unos costes mayores de los previstos), y como consecuencia el precio de la acción ha recogido durante el último año la buena ejecución de la empresa.

Nuestra experiencia con los fabricantes de memoria ha sido la contraria. Tras esperar una racionalización de la inversión por parte de los tres fabricantes dada la estructura oligopolista de la industria, el capex invertido en los años 2020, 2021 y 2022 fue extraordinariamente elevado, dejando a las tres empresas en una situación vulnerable cuando el ciclo de la memoria se dio la vuelta a finales del 2022.

Aunque ahora los precios de las acciones están siendo recompensados porque dichas empresas son vistas por los “inversores” como “proxies” para invertir en inteligencia artificial (IA), la verdad es que *a largo plazo la fortuna de todas estas acciones no estará determinada por la cantidad de demanda final que venga de servidores IA, sino del capex que finalmente destinen Samsung, SK hynix y Micron a satisfacer dicha demanda.*

Dado que, a mi juicio, los niveles de capex no se acabaron de normalizar al final del anterior ciclo (la intensidad de capital de Micron en 2022 seguía siendo todavía la friolera del 40% de las ventas) y las empresas ya están anunciando ampliaciones importantes en sus planes de inversión, dudo mucho que a lo largo del siguiente ciclo obtengan rentabilidades medias sobre sus activos operativos netos del 15%, que eran lo que habían venido obtenido durante la última década.

Según escribo estas líneas, Micron cotiza a un EV/NOA de 3,5x.

Como siempre, les agradezco su confianza y apoyo, y estaré encantado de resolver cualquier pregunta que les haya podido surgir.

Nullius in verba,

Javier López Bernardo, Ph.D., CFA
Portfolio Manager

BrightGate Capital, SGIIC
c/ Génova, 11 – 28004 Madrid
Tel. +34 91 441 00 11
www.brightgatecapital.com

Aviso Legal

Este mensaje va dirigido, de manera exclusiva, a su destinatario y puede contener información confidencial y sujeta al secreto profesional, cuya divulgación no está permitida por la ley. En caso de haber recibido este mensaje por error, le rogamos que, de forma inmediata, nos lo comunique mediante correo electrónico remitido a brightgate@brightgatecapital.com o a través del teléfono (+34) 91 441 00 11 y proceda a su eliminación, así como a la de cualquier documento adjunto al mismo. Asimismo, le comunicamos que la distribución, copia o utilización de este mensaje, o de cualquier documento adjunto al mismo, cualquiera que fuera su finalidad, pueden estar prohibidas por la ley.

Le informamos, como destinatario de este mensaje, que el correo electrónico y las comunicaciones por medio de Internet no permiten asegurar ni garantizar la confidencialidad de los mensajes transmitidos, así como tampoco su integridad o su correcta recepción, por lo que BrightGate Capital SGIIC, S.A. no asume responsabilidad alguna por tales circunstancias. Si no consintiese en la utilización del correo electrónico o de las comunicaciones vía Internet le rogamos nos lo comunique y ponga en nuestro conocimiento de manera inmediata.

Este documento tiene carácter exclusivamente informativo y no debe ser considerado ni utilizado como una oferta de suscripción de Fondos. Este documento ha sido preparado utilizando fuentes de información consideradas fiables. Sin embargo, no se garantiza la exactitud ni el carácter completo de la información, ni se asume responsabilidad alguna al respecto. El retorno total de los fondos está sujeto a fluctuaciones de los mercados. Rendimientos pasados no son garantía o proyecciones de rendimientos futuros. Las opiniones y previsiones aquí reflejadas pueden no ser compartidas por todos los empleados de BrightGate Capital SGIIC, S.A. y pueden ser modificadas sin previo aviso. BrightGate Capital es marca comercial de BrightGate Capital SGIIC, S.A.

Información de Protección de Datos. Responsable: Brightgate Capital SGIIC SA (A85543239)

Le informamos que sus datos identificativos y los contenidos en los correos electrónicos y ficheros adjuntos pueden ser incorporados a nuestras bases de datos con la finalidad de mantener relaciones profesionales y/o comerciales y, que serán conservados mientras se mantenga la relación. Si lo desea, puede ejercer su derecho a acceder, rectificar y suprimir sus datos y demás reconocidos normativamente dirigiéndose al correo emisor o en protecciondedatos@brightgatecapital.com.

Este mensaje y cualquier documento que lleve adjunto, en su caso, puede ser confidencial y destinado únicamente a la persona o entidad a quien ha sido enviado.

Si desea darse de baja de nuestras publicaciones y envíos comerciales, responda este correo electrónico indicando en el asunto la palabra “BAJA”.

Información Protección de Datos de Brightgate Capital SGIIC SA (protecciondedatos@brightgatecapital.com):

FINALIDAD: Informarle de nuestros productos y servicios por medios electrónicos. LEGITIMACIÓN: Interés legítimo en mantenerle informado en su condición de cliente y/o usuario. CESIONES: No se contemplan. CONSERVACIÓN: Durante la relación contractual y/o hasta que nos solicite la baja comercial y, durante los plazos exigidos por ley para atender eventuales responsabilidades finalizada la relación. DERECHOS: Puede ejercer su derecho de acceso, rectificación, supresión, portabilidad de sus datos y la limitación u oposición en el correo electrónico del responsable. En caso de divergencias, puede presentar una reclamación ante la Agencia de Protección de Datos (www.aepd.es).