

Carta anual a co-inversores de BrightGate Focus

3 de enero, 2025, Madrid

“El objeto social de la inversión experta debería ser el de derrotar a las oscuras fuerzas del tiempo y la ignorancia que envuelven nuestro futuro.”

J. M. Keynes, Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero.

Queridos co-inversores,

Esperemos que hayáis pasado unas felices fiestas y os deseamos todo lo mejor para el año que comienza.

El Fondo cerró el 31 de diciembre con un NAV (clase institucional) de 1.873, lo que representa un 21,0% de rentabilidad durante el año, frente al 25,0% del S&P500, del 18,7% del MSCI World y del 8,2% del BofA US High Yield Index – en todos los casos, incluyendo la reinversión de dividendos o cupones correspondiente, 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 internacionales, en los que invierte la estrategia.

La filosofía del Fondo es formar una cartera de valores internacionales concentrada y con poca rotación. En renta variable, la filosofía de inversión busca empresas que operen en industrias predecibles y en donde el pasado pueda ser una buena guía de lo que será el futuro, con reducidos volúmenes de deuda, y a valoraciones razonables – que puedan capitalizar nuestras inversiones a tasas del 7-9% como mínimo. En renta fija, la rentabilidad exigida a estas inversiones es similar, una vez descontados los correspondientes costes de cobertura de la divisa.

Como he venido mencionando en cartas anteriores, los resultados anuales deben interpretarse con cautela. Aunque creo que a largo plazo el comportamiento del Fondo estará en línea con los objetivos marcados cuando se lanzó (Euribor más 700 puntos básicos), 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 durante el año un comportamiento superior al de los índices de renta variable internacional, inferior al de los índices estadounidenses y superior al de los índices de bonos de alto rendimiento. Sin embargo, es importante señalar que *dichos resultados han sido obtenidos con un elevado porcentaje de caja y, como he venido señalando desde el 2021, sin ninguna exposición a empresas tecnológicas, acciones meme ni a ninguna otra de las empresas que llevan participando en la euforia de los últimos meses, ya sea inteligencia artificial, criptoactivos o computación cuántica* – las cuales, en la mayoría de los casos, carecen incluso de los rudimentos mínimos de un razonable plan de negocio.

La burbuja actual, que desde [diversos prismas de valoración](#) puede ser considerada con justicia como la más grande de toda la historia de los mercados occidentales, presenta características que la hacen a la vez única y diferente de las anteriores. Diferente, porque

toda burbuja tiene que ser necesariamente distinta a las anteriores; de lo contrario se podría arbitrar de manera consistente *y el último propósito de los mercados financieros bajo un sistema capitalista, el de ir descubriendo el futuro poco a poco* (la preciosa alusión de Keynes con la que inicio esta carta sobre la importancia de “derrotar las fuerzas oscuras del tiempo y la ignorancia”) *sería completamente redundante* – en otras palabras, las burbujas nunca se producirían.

Por otro lado, la burbuja es idéntica a las anteriores en al menos dos aspectos. En primer lugar, la historia de la burbuja está sustentada por una tecnología verdaderamente innovadora (la inteligencia artificial) y, al mismo tiempo, las valoraciones están siendo infladas por una política monetaria (y fiscal) que ha sido excesivamente expansiva. Que la historia sea interesante es crucial para que los factores exógenos, política monetaria y fiscal, en este caso, no desvíen la atención de los inversores de la narrativa a corto plazo.

En segundo lugar, estamos viendo cada día la proliferación de “esquemas” en el que se prometen rápidas riquezas (léase, todo el universo de “finanzas descentralizadas”) a cambio simplemente de la ingenua credulidad de los “inversores” de turno.

En la segunda edición del 2018 de su libro *Engines that Move Markets*, una obra que explora las tecnologías más revolucionarias de los últimos dos siglos y su impacto en los mercados bursátiles, Alasdair Nairn reflexionaba sobre las grandes similitudes que guardan todas las burbujas en última instancia:

“Sin embargo, una característica sorprendente de cada capítulo es el hecho de que, aunque los patrones no han sido idénticos en cada caso, sí han sido muy similares. En primer lugar, la tecnología existente y los posibles nuevos inversores reciben un nuevo invento con escepticismo. Dicho escepticismo es sustituido gradualmente por entusiasmo a medida que los empresarios aprecian el potencial de ventas de la nueva tecnología. Pronto aparecen nuevos participantes en el mercado y que pueden acceder a financiación de capital riesgo. Se crean empresas y, en general, les va bien en el mercado (en términos del precio de sus acciones) gracias a la oleada de entusiasmo. Hasta aquí todo bien; pero cuando la tecnología empieza a madurar, aparece el realismo. Inevitablemente, a algunos se les acaban los recursos. Las empresas empiezan a cerrar, solo sobreviven las más fuertes y los inversores ingenuos pierden dinero en la enorme criba. El pesimismo empieza a invadir el mercado y los precios de las acciones caen de forma generalizada. Finalmente, el mercado se estabiliza.”

Otra de las características que compartirá esta burbuja con las anteriores será su desenlace. A este respecto, la observación que le hizo Buffett en una entrevista a Jason Zweig en el momento álgido de la burbuja de las puntocom es muy instructiva. Este le preguntó al inversor de Omaha qué opinaba sobre todo lo que estaba ocurriendo, a lo que Buffett *“respondió con dos frases tranquilas, sencillas, que nunca he olvidado: “Sé lo que va a ocurrir. Lo único que no sé cuándo.”*”

En la carta de cierre de este año me gustaría explorar en profundidad el aspecto de los mercados financieros que antes mencionaba de “descubrir la realidad poco a poco” – ese arduo proceso keynesiano de derrotar las fuerzas oscuras del tiempo y la ignorancia. Sin embargo, no enfocaré la discusión usando las ideas que nos ofrece la teoría económica y

financiera, sino utilizando las ideas de un científico computacional que las expuso en su libro más famoso hace dos décadas. Dichas ideas me valdrán para mostrar *por qué la tarea de realizar predicciones está fundamentalmente errada y por qué no podemos “saltar adelante en el tiempo” y ver simplemente el desenlace de los acontecimientos*.¹

De acuerdo con esta visión computacional del mundo, la tarea de realizar predicciones no está limitada simplemente por nuestros sesgos cognitivos a la hora de entender la realidad, como sugiere la literatura de las finanzas conductuales, sino simplemente porque la realidad es demasiado (computacionalmente) compleja como para poder encontrar sencillas soluciones matemáticas que nos permitan ver la solución del sistema en un determinado punto del futuro.

Aunque no abordaré este problema en la presente carta, la anterior discusión puede extenderse fácilmente al debate de si la inteligencia artificial sustituirá totalmente a la gestión activa en un futuro, como está haciendo ya en muchos campos. La inteligencia artificial traerá muchos avances, sin duda, que los gestores activos tendremos que ir incorporando gradualmente en nuestras estrategias; sin embargo, desde un punto de vista computacional, *estará tan limitada como nosotros a la hora de hacer predicciones de la realidad, e igualmente tendrá que “esperar” a ver cómo se desenvuelven los acontecimientos del futuro*.

Finalmente, y siguiendo la tradición de las cartas de años anteriores, expondré las tesis (resumidas) y los desarrollos más notables acaecidos durante el año de las principales posiciones que componen la cartera. Dichos resúmenes se pueden encontrar en el Apéndice I a esta carta.

¿Y “ogo”, “ogo” qué pasa? Una digresión sobre autómatas celulares, irreductibilidad computacional y la futilidad de realizar predicciones

A juzgar por los titulares de los periódicos financieros y los análisis del sell-side, podría decirse que las elecciones presidenciales estadounidenses han sido el acontecimiento más trascendental del año 2024. ¿Cómo hay que posicionarse si gana Trump? ¿Qué estrategia adoptar si lo hace Biden? ¿Qué pasará con la inflación? ¿Y qué impacto tendrá sobre el déficit público? Y así, interminablemente, con otros interrogantes que parecen no tener fin.

Pero la implacable “cinta de correr” de la sociedad de la información no se detiene. Apenas asimilamos el resultado de la victoria de Trump, y ya nos vemos inundados con posibles especulaciones sobre los impactos que tendrán en nuestras carteras los aranceles, la inflación, o el fin de la guerra de Ucrania – por mencionar solo algunas de las muchas incógnitas que nos acechan.

Esta tendencia psicológica a buscar certezas en un futuro fundamentalmente incierto está profundamente arraigada en nuestro comportamiento. Ser un padre de una niña de tres años me permite observar cómo, desde muy pequeños, sentimos la necesidad de tener un cierto control sobre nuestro destino. Muchas mañanas, al despertarse, mi hija me pregunta cuál va a ser el plan del día, y si descubre que “solo” lo tiene planificado hasta la hora de la comida, no tarda en preguntar: *“¿y “ogo”, “ogo” qué pasa?”*

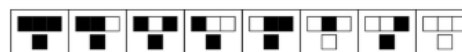
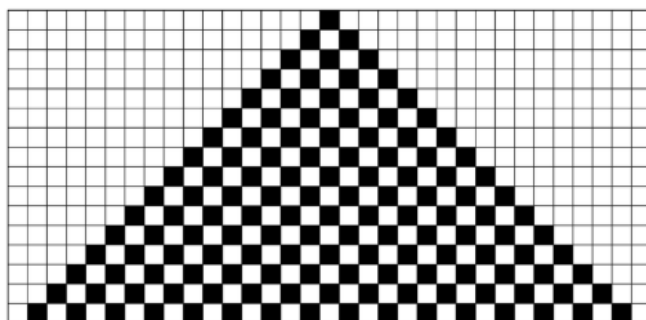
¹ Esta es una de las razones, *inter alia*, por la que las cartas que escribo no incluyen nunca ni “visiones de mercado”, ni “outlook tácticos”, ni de otros rituales parecidos.

Aunque querer ver el futuro pueda tener ciertos aspectos positivos, cuando se trata de construir un proceso de inversión repetible, *ese deseo se convierte en un factor fundamentalmente peligroso*.

Stephen Wolfram es un científico británico ampliamente conocido por ser el creador del software matemático *Mathematica* y por haber comenzado a publicar investigaciones científicas a una edad sorprendentemente temprana. En 2002 publicó un libro titulado *A New Kind of Science*, un tomo de 1.200 páginas² que recibió críticas muy polarizadas.³ Aunque el libro ha sido citado extensamente en diversas disciplinas como la ciencia computacional, la inteligencia artificial y la filosofía, considero que también guarda *profundas implicaciones para toda la industria de las predicciones*.

En el núcleo del libro está el concepto de autómatas celulares, el cual, a pesar de tener un nombre un poco intimidante, es un concepto bastante simple.⁴ Un autómata celular es un modelo matemático que representa gráficamente un sistema compuesto por celdas dispuestas en una rejilla, generalmente unidimensional. Cada celda puede adoptar uno de dos estados, blanco o negro, que vienen definidos por reglas específicas. Las reglas definen el color de una celda en particular en función del color de las celdas anteriores. Las celdas están organizadas en filas, y el sistema evoluciona desde las filas superiores a las inferiores. Para la primera fila, se define arbitrariamente qué celdas serán blancas y cuáles negras, y a partir de ahí se aplican las reglas que determinarán el estado de las celdas en la siguiente fila, y así sucesivamente.

La mejor manera de entenderlo es verlo con un sencillo ejemplo. Por ejemplo, uno de los autómatas más sencillos es uno de los primeros que aparece en el libro con el nombre de “regla 250”. Las reglas con las que funciona este sencillo algoritmo y el patrón que acaban formando son las siguientes:



A cellular automaton with a slightly different rule. The rule makes a particular cell black if either of its neighbors was black on the step before, and makes the cell white if both its neighbors were white. Starting from a single black cell, this rule leads to a checkerboard pattern. In the numbering scheme of Chapter 3, this is cellular automaton rule 250.

Fuente: *A New Kind of Science*, capítulo 3, p.25.

Como se puede apreciar, las ocho instrucciones que aparecen el recuadro de la derecha (por ejemplo, “tres cuadrados negros producirán un cuadrado negro en la siguiente fila de más

² Para los lectores más aventureros, Wolfram ha publicado en abierto el libro en la web, y se puede encontrar [aquí](#).

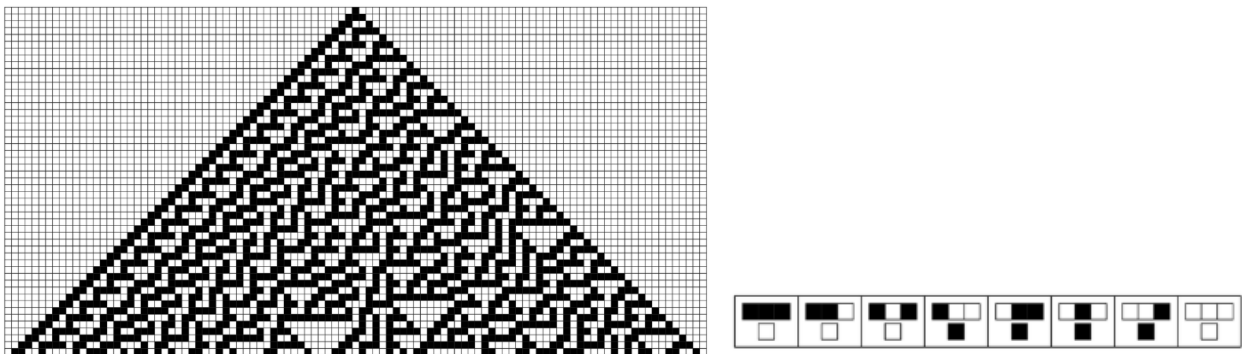
³ Para algunas de las reseñas más críticas sobre el libro, ver [aquí](#) y [aquí](#).

⁴ El concepto de autómata celular tiene un corto pero distinguido linaje, ya que fue inventando por John Von Neumann en la década de 1940. Antes de ese momento, la falta de capacidad computacional para procesar enormes cantidades de datos disponible para los científicos era inexistente, lo que limitaba mucho la posibilidad de estudiar este tipo de sistemas sencillos. El autómata más famoso es conocido como el “Juego de la Vida”, y fue diseñado en [1970 por John Conway](#). Los lectores pueden jugar con el autómata en [varias páginas web](#) y contemplar la complejidad de comportamiento que se deriva de ciertas condiciones iniciales.

abajo”) recogen todas las posibles combinaciones de celdas, y acaban produciendo desde el principio un patrón muy predecible y francamente poco interesante.

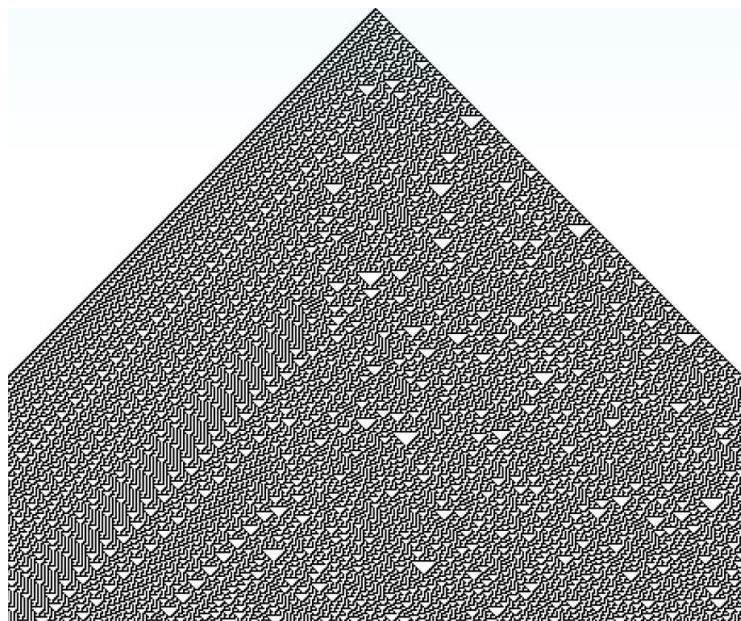
La mayoría de estos autómatas celulares exhiben o bien un comportamiento simple o muy repetitivo, y no son de mucho interés para lo que quiero explicar.

Muchos lectores se estarán impacientando y preguntando cuál es el punto que intento transmitir con estos juegos sencillos. Resulta que, bajo determinadas reglas, hay un pequeño grupo de autómatas celulares que acaban produciendo un comportamiento muy complejo y en apariencia completamente aleatorio. Por ejemplo, Wolfram nos enseña el resultado de otro autómata celular conocido como la “regla 30”, en donde la evolución del algoritmo procede como se ve a continuación:



Fuente: A New Kind of Science, capítulo 3, p.27.

Aunque se aprecia cómo el autómata tiene partes que visualmente parecen que guardan un cierto patrón (especialmente en el lado izquierdo de la imagen), en su conjunto el comportamiento parece completamente aleatorio – a pesar de haber sido generado siguiendo una serie de sencillas reglas repetitivas. De hecho, como se puede ver en la siguiente imagen, incluso si iteramos el autómata durante más tiempo (500 veces), el sistema no parece alcanzar ni puntos de equilibrio ni patrones predecibles:



Fuente: A New Kind of Science, capítulo 3, p.29.

De este sencillo autómata se pueden extraer dos importantes implicaciones. La primera es que, aunque las reglas que gobiernen la evolución de un sistema puedan ser sencillas, el comportamiento del sistema puede acabar siendo complejo. De hecho, en este tipo de

sistemas, “es tremendamente más fácil generar un comportamiento altamente complejo que reconocer los orígenes de este comportamiento.” (p.551)

La segunda implicación es aún más profunda. Incluso sabiendo con antelación las reglas que gobiernan el comportamiento del algoritmo (un lujo que nunca tenemos en el mundo real), *el comportamiento impredecible que generan hace que dicho comportamiento no sea reducible a una solución más sencilla a través de técnicas matemáticas o estadísticas convencionales*. Es decir, si queremos saber cuál será el estado del sistema en la iteración (digamos) 1.340, no podemos recurrir a una fórmula que nos diga directamente la solución y nos evite tener que pasar por todos los pasos intermedios. La única manera de conocer la solución *es simplemente dejar que el sistema siga corriendo y compute todos los pasos intermedios hasta la solución final*. Wolfram denomina a esta propiedad de algunos autómatas “irreducibilidad computacional”, en el sentido de que el sistema es irreducible a una simple fórmula matemática que nos permita tomar un “atajo”.

Es precisamente esta propiedad de ciertos algoritmos la que tiene *consecuencias devastadoras para nuestra habilidad de realizar predicciones en el mundo real*. Si aceptamos la posibilidad de que gran parte de la realidad pueda estar producida por procesos computacionalmente irreducibles, entonces, como explica Wolfram:

“Hace varias décadas, la teoría del caos señalaba que, para disponer de información suficiente para hacer predicciones completas, en general hay que conocer no sólo las reglas de un sistema, sino también sus condiciones iniciales completas.

Pero ahora la irreducibilidad computacional conduce a un problema mucho más fundamental con la predicción. Implica que, aunque en principio se disponga de toda la información necesaria para averiguar cómo se comportará un sistema concreto, puede ser necesaria una cantidad irreducible de trabajo computacional para conseguirlo.

De hecho, siempre que exista irreducibilidad computacional en un sistema significa que, en efecto, no puede haber forma de predecir cómo se comportará el sistema salvo pasando por casi tantos pasos de computación como la evolución del propio sistema.” (p.739)

En otras palabras, *la única manera de conocer la realidad económica futura es que esta se materialice*, y nuestra labor como inversores consiste en avanzar, derrotando, paso a paso, a “las fuerzas oscuras del tiempo y la ignorancia”, como nos sugería Keynes. ¡Quién hubiera imaginado que Keynes podría haberse dedicado a la ciencia computacional!

Por supuesto, es posible que la realidad no sea el resultado de sencillos algoritmos – aunque esta cuestión está abierta a debate, ya que algunos [científicos](#) sostienen que sí es una hipótesis plausible.

Para nuestros fines mucho más modestos, *lo crucial es reconocer que, si no somos capaces de prever cómo evolucionará un sencillo algoritmo, del cual además conocemos sus reglas con antelación, con más razón deberíamos ser humildes y extremadamente cautelosos respecto a nuestras capacidades de predecir sistemas cuyas reglas mismas nos son desconocidas, como la realidad económica y los mercados financieros*. Mucho menos aún deberíamos formular estrategias de inversión basadas en predicciones. En su lugar, creo que la aplicación de reglas simples, como el uso de estadísticas base que expliqué en la [carta](#)

[anterior](#), y la capacidad para adaptarse a las condiciones observables (nunca a las predicciones) a medida que estas se desarrollan, representa una forma mucho más robusta y epistemológicamente más honesta de gestionar los riesgos en una cartera de inversiones.

Y no lo olviden, la siguiente vez que alguien (¡que no sea su hija pequeña!) les pregunte, “¿Y luego, luego, qué pasa?”, límitense a contestar con un: “Ni idea, ya lo veremos”.

Principales inversiones y desinversiones realizadas durante el año

Al igual que el año pasado, la rotación de la cartera ha sido ligeramente más elevada de lo que me gustaría, aunque ya está más en línea con la filosofía del vehículo, la cual persigue mantener la posiciones en promedio entre 3 y 5 años como mínimo.

Las principales desinversiones realizadas durante el año fueron Allisson Transmission, Green Brick Partners, Patrick Industries y PHINIA. Con excepción de esta última, que fue adquirida a comienzos de año, todas las anteriores fueron adquiridas durante el 2022 a valoraciones muy deprimidas. Aunque los resultados finalmente no han sido tan malos como el mercado esperaba, gran parte de la revalorización de los precios de estas acciones se ha debido a una fuerte expansión de sus múltiplos de valoración – es decir, las valoraciones a las que vendimos llevaban acarreadas menores rentabilidades futuras.

Con independencia de nuestra desinversión en estas empresas, *es interesante señalar que todas ellas siguen siendo candidatas a volver a formar parte de la cartera en un futuro* – si sus valoraciones nos vuelvan a dar una oportunidad.

Las principales incorporaciones a la cartera fueron (por orden alfabético) BRP Inc., Garrett Motion, Mr. Cooper y Vistry. Explico en profundidad la tesis de inversión de BRP en el anexo de esta carta. En el caso de Garrett Motion, es una tesis de inversión similar al de PHINIA (y, en menor medida, a la de Allison), ya que la empresa cotiza a valoraciones muy bajas, el negocio es altamente rentable (probablemente el fabricante de auto partes más rentable que he conocido nunca) y el equipo directivo está siguiendo un riguroso y agresivo plan de retribución al accionista en el que dedica la mayoría de los beneficios a recompras de acciones.

Mr. Cooper es la empresa líder en Estados Unidos en la gestión de hipotecas (“servicer”), un negocio absolutamente central dada la estructura del mercado hipotecario residencial estadounidense, en donde la mayoría de las hipotecas están fuera del balance de los bancos. Mr. Cooper es el nexo fundamental entre los millones de propietarios que tienen que pagar su hipoteca todos los meses y los inversores que tienen dichas hipotecas a través de estructuras colateralizados (MBS). El negocio de gestión de hipotecas tiene unas *economías de escala enormes*, ya que una vez que se tiene la plataforma tecnológica para procesar las transacciones el coste de gestionar una hipoteca adicional es reducido. Mr. Cooper ha sido el líder en su sector en incorporar (con su colaboración con Alphabet) desde antes de la pandemia soluciones de inteligencia artificial para poder procesar mayores volúmenes a costes cada vez menores. Mr. Cooper cotiza únicamente a una vez su valor en libros, que me parece eminentemente razonable dadas sus rentabilidades sobre los fondos propios del 10-15%, su posición de liderazgo en la industria gracias a los costes unitarios más bajos que posee y el carácter fundamental que tiene en el negocio para el correcto funcionamiento del mercado hipotecario estadounidense.

Finalmente, Vistry ha sido la última incorporación a la cartera. Se trata de un constructor residencial británico que tiene un modelo de negocio distinto al de un constructor tradicional, ya que en el modelo de Vistry las asociaciones locales aportan la tierra y la empresa simplemente se encarga de gestionar todo el desarrollo hasta su entrega final. Aunque los márgenes de Vistry son menores que los del negocio tradicional, es un modelo eminentemente ligero en capital ya que no tiene que contabilizar la tierra en su balance. A pesar del optimismo que ha habido en torno a la empresa en muchos blogs de inversión especializados (en donde se la ha bautizado como el “NVR británico”), *mi visión es algo más cauta, ya que, aunque el modelo de negocio tiene sentido, la propia empresa es el resultado de innumerables fusiones en los últimos años y queda por ver si realmente el negocio va a funcionar como se espera* – de hecho, la empresa ha realizado tres *profit warnings* (sí, han leído bien) en el último trimestre. Mi tesis es algo más modesta: tras los sucesivos recortes de beneficios y la fuerte caída del precio de la acción, hemos adquirido las acciones a 0,7 veces su valor en libros que, dadas las rentabilidades recientes sobre los fondos propios (las cuales desgraciadamente no llegan al doble dígito), nos deberían dar en un escenario conservador rentabilidades a futuro del 12-14%. Vistry es la única excepción que tenemos en cartera en donde la empresa no tiene un historial de rentabilidades extenso y sencillo de entender; aunque claramente no es una situación de *turnaround* (la empresa tiene una deuda mínima y sigue siendo rentable), es lo más parecido entre todas las empresas que tenemos – y es lo que me hace ser especialmente cauto con esta inversión.

Estructura de la cartera

Pasando a las principales métricas de la cartera, el Fondo tiene, a 31 de diciembre, un porcentaje en caja del 4,6%, estando el resto invertido como sigue: renta variable un 67,2%, renta fija 19,4%, situaciones especiales un 6% y acciones preferentes un 2,9%. Por geografías, nuestro principal peso lo recoge Norteamérica (66,8%), seguida de Europa (16,7%), Oriente Medio (8,3%) y LatAm (3,6%). Todas las empresas de nuestra cartera tienen un largo y probado historial de rentabilidad (medida a través de la rentabilidad sobre los activos operativos netos), y las inversiones adicionales que están realizando superan, en la mayoría de los casos, nuestro coste del capital. Creo que la combinación actual de liquidez, empresas atractivas a precios razonables y bonos con rentabilidades del 7-8% (en euros) nos permitirán estar mejor posicionados que los índices y nuestros competidores en caso de correcciones en las valoraciones, dándonos la flexibilidad necesaria para aprovechar las oportunidades de inversión que se vayan presentando.

El peso de la cartera de renta fija ha fluctuado durante el año, aunque en los últimos meses se ha ido reduciendo debido a las revalorizaciones que han experimentado algunos de los bonos que teníamos. Dado que la construcción de la cartera se basa exclusivamente en las características individuales de cada una de nuestras inversiones, es imposible decir si el peso de la renta fija subirá durante los próximos meses. Dados los pobres retornos que anticipo para los principales índices bursátiles los próximos años junto con una volatilidad que será elevada, *tengo predilección por instrumentos de renta fija con elevados cupones, aunque desgraciadamente en este entorno económico dichos bonos son difíciles de encontrar*.

Es interesante señalar que del 19,4% anteriormente mencionado que tenemos en renta fija, casi un 10% está invertido en una posición que hemos iniciado a finales de año en bonos del gobierno estadounidense a 30 años. Aunque las acciones que componen nuestra cartera

distan mucho de ser las típicas que pueblan los índices, en caso de turbulencias no hay razón por la que deberían estar exentas de volatilidad a corto plazo, y por ello he creído prudente tener una parte de nuestra cartera en estos bonos – creo que la combinación actual de euforia extrema, valoraciones extremas y márgenes de beneficios en máximos históricos así lo aconseja. Es importante subrayar que *dicha inversión no es una mera apuesta macroeconómica a cómo evolucionarán los tipos a largo plazo* (iy menos después de escribir en esta misma carta varias páginas sobre autómatas celulares e irreductibilidad computacional!), sino un complemento al resto de posiciones que tenemos. A diferencia de la mayoría de productos de protección financiera disponibles en el mercado, que siempre llevan aparejados unos costes, estos bonos nos generarán en el entreacto una rentabilidad razonable.

Como ya saben, la parte invertida en acciones, desde el año pasado, y dada nuestra creciente exposición a Estados Unidos, tiene la divisa parcialmente cubierta, mientras que en la parte de renta fija está cubierta en su totalidad. Aunque creo que estructuralmente el dólar se apreciará contra el euro en los próximos años, dichas consideraciones macroeconómicas son irrelevantes a la hora de la construcción de la cartera, que está basada únicamente en la convicción que tengo en cada uno de los títulos y no en la moneda en que están denominados.

Quedo a su entera disposición para contestar a cualquier pregunta que pueda surgir o para entrar en detalle sobre cualquier título que conforma nuestra cartera.

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

Apéndice I. Resumen de las tesis de nuestras principales posiciones

Concesionarios en Estados Unidos: Asbury Automotive (ABG:US), AutoNation (AN:US), Lithia Motors (LAD:US)

Nuestra posición en concesionarios en Estados Unidos representa, un año más, nuestro mayor peso en el Fondo. Dicha exposición la tenemos diversificada a través de tres posiciones que, por orden de importancia, son Asbury Automotive (ABG:US), AutoNation (AN:US) y Lithia Motors (LAD:US). AutoNation es la única posición nueva en la cartera, ya que tanto como Asbury como Lithia son posiciones que ya teníamos a cierre del 2023, y que hemos mantenido con mínimos cambios durante el año.

Aunque considero que las tres empresas son inversiones atractivas, sigo pensando que Asbury es de todas ellas la que ejemplifica mejor una valoración atractiva, un excelente equipo directivo y, como explicaré más abajo, el plan de negocio a futuro más sencillo de las tres.

Explicué la tesis que tengo en los concesionarios en cierto detalle en la [carta del 2023](#), y desde entonces las cosas no han cambiado mucho. Por resumir, los concesionarios han sido históricamente un negocio rentable en Estados Unidos (siempre se dice medio broma y medio en serio que es uno de los negocios que ha creado más millonarios), ayudado por unas barreras de entrada legales que regulan la distribución a nivel estatal (*franchise laws*), por una base de costes en su mayor parte variable así como por un negocio de reparaciones y mantenimiento y de venta de productos financieros que poseen márgenes elevados, poco capital para operarlos y estables a lo largo del ciclo económico. Todo esto hace que un concesionario bien operado disfrute de elevadas rentabilidades sobre el capital y, lo más importante, de manera recurrente – a diferencia, por ejemplo, del resto de empresas que operan en la cadena de valor de la automoción.

Los seis grupos de concesionarios que cotizan en bolsa, a excepción de Sonic Automotive, han sido negocios rentables y bien gestionados, lo que sugiere la benévola intensidad competitiva que impera en la industria. Aunque desde fuera uno pudiera pensar que la inversión en cualquier de estas empresas es intercambiable por otra, lo cierto es que si miramos los negocios más en detalle vemos al menos tres diferencias que, a mi juicio, son importantes.

En primer lugar, la mayoría de los grupos (Lithia, Group 1 y Penske) han apostado por diversificar una parte de su negocio fuera de Estados Unidos. Dado que, por regla general, los negocios internacionales son peores que los estadounidenses (la falta de leyes de franquicia es una de las razones principales) y de que no hay sinergias de ningún tipo por operar en varias geografías, ya que los concesionarios son negocios con pocas economías de escala dada la baja proporción de costes fijos en el total de costes, *se me hace difícil justificar el asignar capital a otras geografías que no sean Estados Unidos*. Asbury y AutoNation son las dos excepciones a este respecto – aunque AutoNation intentó entrar en Reino Unido recientemente con la adquisición de Pendragon, que tras una puja (!) fue finalmente adquirida por Lithia.

En segundo lugar, la asignación de capital de todo el grupo ha variado, desde el uso de capital para mayoritariamente recomprar acciones (el caso de AutoNation), hasta para crecer a través de la compra de otros grupos (el caso de Lithia y, en menor medida, de Asbury). En particular, creo que la agresividad de Lithia con el M&A en los últimos años se está viendo

ya reflejada en los estados financieros del grupo (en forma de una cantidad de activos intangibles excesiva), y que los retornos sobre el capital se van a ver permanentemente afectados de ahora en adelante.

Finalmente, creo que cualquier intento de asignar capital fuera de lo que es el negocio central de los concesionarios acarrea riesgos adicionales y no genera retornos incrementales mejores de los que ya disponen los concesionarios. En concreto, iniciativas como la de AutoNation de construir enormes tiendas dedicadas al negocio de segunda mano o como las de Lithia de lanzar una financiera propia añaden ruido y ofrecen una diversificación cuyas ventajas son dudosas. Desde mi punto de vista, planes de negocio sencillos (como los de Asbury, o los de Group 1) son los que los inversores deberían priorizar.

El año 2023 ha sido un año de transición para todo el sector, que venía de disfrutar de márgenes muy elevados como consecuencia los problemas en las cadenas de suministros durante la pandemia. En esos años, los márgenes brutos por la venta de vehículos nuevos y de segunda mano se dispararon, inflando artificialmente las cuentas de resultados de los concesionarios de manera temporal. Asbury, por ejemplo, pasó de tener una rentabilidad sobre los activos operativos neta del 15% (su media histórica desde el 2010) al 20% en el año 2022. Una historia similar se repitió con el resto de grupos.

La parcial normalización que ocurrió durante el 2023 (y el 2024) ha hecho que el mercado se cuestione la rentabilidad normalizada de estas empresas a futuro. Aquellos inversores que utilizan el descuento de flujos de caja libres (FCFs) para valorar estos negocios se encuentran con el desafío añadido de que los flujos de caja son extraordinariamente volátiles y no reflejan en absoluto la creación de valor para los accionistas en el corto plazo. En épocas de expansión dicha métrica tiende a deprimirse, mientras que en épocas de recesión tiende a expandirse, y además penaliza a aquellas empresas que han estado creciendo y reinvertiendo en el negocio – como en el caso de Asbury.

Todo el sector sigue cotizando a valoraciones muy atractivas, tanto en términos relativos como absolutos. Recordemos que, en el caso de Asbury, las rentabilidades sobre los activos operativos netos (RNOA) han promediado el 16% a lo largo de los años, mientras que las rentabilidades sobre los fondos propios (ROE) han ascendido al 35% como consecuencia del (moderado) apalancamiento financiero con el que están gestionados estos negocios. Dado que Asbury cotiza actualmente a 1,5 veces su valor en libros (1,2x sus activos operativos netos), *sigo pensando que la probabilidad de obtener rentabilidades anualizadas del 15-18% durante los próximos años es bastante elevada*. Las rentabilidades en Lithia deberían ser similares, aunque como he puntualizado anteriormente los riesgos derivados de la integración de todas las adquisiciones hasta la fecha son mucho mayores. Finalmente, las rentabilidades que espero para AutoNation son menores (en el entorno del 12-14%), aunque si ocurre una fuerte corrección de mercado (como ocurrió durante la pandemia) deberíamos beneficiarnos de manera desproporcionada, dado el agresivo programa de recompras de acciones que lleva instaurado en la empresa durante años.

Northeast Bank (NBN:US)

Explicué en detalle la tesis de Northeast Bank (NBN:US) en la [carta del primer semestre del 2023](#), y añadí algunas reflexiones sobre por qué su diferente modelo de negocio es superior al de la mayoría de sus competidores [en la carta de hace un año](#). Los lectores no familiarizados con la tesis de inversión deberían leer primero esos comentarios, ya que aquí me limitaré a resumir las principales novedades del año.

NBN cerró 2024 como otro año de resultados extraordinarios.⁵ La rentabilidad sobre los fondos propios (ROE) fue del 17%, y lo más notable es que dicho resultado fue obtenido con un apalancamiento muy conservador, ya que el retorno sobre los activos (ROA) fue cercano al 2%. El ratio de eficiencia se siguió manteniendo en niveles de 40% bajos y las pérdidas crediticias, como viene siendo costumbre, fueron cercanas a cero. Finalmente, la cartera de préstamos creció de \$2,5bn. a \$2,7bn., lo cual fue notable dado que su gran crecimiento del año anterior (de \$1,3bn. a \$2,5bn.) podía hacer presagiar que Rick y su equipo podrían tener problemas para encontrar oportunidades a la hora sustituir los préstamos que vencían de su cartera. Afortunadamente, no ha sido el caso.

Como consecuencia de los buenos resultados, y de que los mercados financieros se han vuelto más optimistas con los bancos (y como consecuencia han expandido sus múltiplos), el precio de NBN se revalorizó un 65% durante el año, cerrando el año a una valoración cercana a dos veces valor en libros y escalando hasta convertirse en una de las principales posiciones del Fondo.

Sin embargo, las dos noticias más relevantes del año las conocimos estos últimos meses, y han sido las responsables del gran desempeño del precio de la acción desde entonces.

En primer lugar, NBN anunció en septiembre una compra significativa de préstamos, de \$805M, representando casi un 30% del volumen total de préstamos a cierre de junio del 2024, con lo que la compra va a incrementar significativamente la capacidad de generación de beneficios del banco a futuro. No solo porque el ratio de apalancamiento va a subir, sino porque los volúmenes incrementales no tienen apenas aparejados gastos fijos adicionales. ¿Cómo de rentables son estos volúmenes adicionales? Asumiendo márgenes netos de intereses del 5%, cero pérdidas crediticias (en línea con el historial de NBN) y tasas impositivas del 25%, los \$800M de préstamos deberían contribuir unos \$30M en beneficios netos. Con una estructura de capital con ratios de apalancamiento de 10x, *los ROEs deberían superar el 35% (30/80), muy por encima de los ROEs actuales del banco.*

En segundo lugar, NBN dio detalles en sus resultados de octubre sobre su nuevo negocio de préstamos bajo el programa de la Small Business Administration (SBA), una iniciativa gubernamental que ofrece apoyo financiero a pequeñas empresas en Estados Unidos. La SBA no presta directamente, sino que garantiza una parte del préstamo otorgado por bancos (como NBN), reduciendo el riesgo para los prestamistas y fomentando así el crédito entre las pequeñas y medianas empresas. El tamaño medio de los préstamos es de \$150k, lo que lo hace engorroso para los grandes bancos ya que el papeleo no les compensa en muchas ocasiones la molestia de meterse en un negocio donde los volúmenes pueden no ser grandes. A pesar de que los prestatarios son empresas pequeñas, las pérdidas crediticias han estado históricamente limitadas al 3%. El negocio SBA es ligero en capital, ya que NBN vende el

⁵ Las estados financieros de NBN cierran en junio, con lo que cuando me refiera al período del 2024 debe entenderse como el período que abarca de junio 2023 a junio 2024.

85% garantizado por la SBA a otras instituciones con una prima de alrededor del 10% (ya que esa parte está garantizada y no tiene riesgo de crédito). Esa prima que recibe al poco de originar el préstamo le permite generar los fondos propios necesarios para mantener en balance el 15% restante del importe del préstamo, el cual devenga actualmente tasas de interés superiores al 10%. Todo ello hace que, de acuerdo con mis números, las rentabilidades sobre los fondos propios de este negocio puedan llegar a ser superiores al 50%.

Después de varios años preparando la plataforma de originación, los datos recientes (que se pueden consultar [aquí](#)) muestran que los volúmenes de NBN están subiendo fuertemente los últimos meses, y ya se sitúa entre los mayores prestamistas del programa en SBA en todo Estados Unidos. Desconozco cómo de duradera será esta fuente adicional de beneficios para NBN, no tanto por cambios regulatorios por parte del gobierno,⁶ sino por la entrada de nuevos participantes en este lucrativo nicho de mercado. Además de representar una oportunidad de crecimiento atractiva para el banco en el corto plazo, *la moraleja de la historia es que, como siempre, Rick y su equipo prometen poco y cumplen más de lo prometido.*

¿Cuál es el mayor riesgo que veo a la tesis de inversión? Sencillamente, la continuidad del equipo gestor actual. Rick Wayne tiene 72 años y, aunque todavía disfruta de una vitalidad y le encanta lo que hace,⁷ obviamente el período que podremos capitalizar a tasas atractivas es muy diferente al que si tuviese 55 años. Sin embargo, teniendo en cuenta que Rick y su equipo han triplicado el valor en libros del banco simplemente en los últimos cinco años, no es descabellado pensar que lo vuelvan a hacer en los próximos cinco, dados unos mayores ROEs en su negocio tradicional (gracias a las economías de escala anteriormente mencionadas) y a los elevados ROEs del nuevo negocio de SBA.

Kaspi.kz (KSPI:US)

Un año más tarde seguimos con nuestra posición en Kaspi, de la cual no hemos vendido ninguna acción todavía desde nuestras compras iniciales hace más de tres años. De nuestras principales posiciones, el precio de la acción de Kaspi es sin duda el que durante el año ha tenido un peor comportamiento en términos relativos frente al buen desempeño operativo del negocio.

¿Qué ha ocurrido durante el año para que dicho desempeño haya sido tan pobre?

Empecemos por las noticias negativas – en realidad, por la única noticia negativa del año. En septiembre, el gestor de ventas en corto Culper Research publicó un [informe](#) de 30 páginas en el que argumentaba por qué tenía una posición corta en las acciones de Kaspi y

⁶ La tendencia, de hecho, ha sido la contraria, ya que recientemente los cambios introducidos (eliminación de una comisión de originación, eliminación de los requisitos de colateral e incremento de la parte garantizada del 75% al 85%) han buscado generar mayor interés por el programa.

⁷ Una anécdota reciente muy divertida sobre el buen estado de forma de Rick la contó Sam Haskell en un [post reciente](#) de su blog *Five Points* (una lectura obligada para los inversores de bancos regionales). En él, Haskell relata lo siguiente: “Wayne was just finished with dinner when I asked him, and promptly faked a heart attack. He then yelled out something like “As long as these knuckleheads will work with me!” and pointed to his executive team. Notably, after dinner Wayne visited a cigar bar with his team for several hours. He later returned to his hotel, met some other friends, and returned to the cigar bar without his two executives who couldn’t keep up. He got home at 1:30am. He met me the next day and I could not tell he had been out.”

por qué creía que a los precios de aquel entonces (unos 130 dólares por acción) las acciones estaban tremendamente sobrevaloradas. El informe especulaba que Kaspi se vería en algún momento afectada por la imposición de sanciones internacionales, y para justificar dicha afirmación se basaba en presuntas alegaciones de blanqueo de dinero y relaciones con ciudadanos rusos. Adicionalmente, argumentaba también que parte del crecimiento reciente de la empresa se debía en gran parte a flujos de dinero de inmigrantes rusos como consecuencia del inicio de la guerra de Ucrania en 2022. Y finalmente, argumentaba también que la empresa cotizaba a valoraciones muy elevadas (!).

En general, mi política con este tipo de informes es ser extremadamente conservador *y asumir de entrada que el vendedor en corto tiene la razón*. Aunque el tipo de empresas en las que invierte el Fondo no son generalmente objeto de ataque por la comunidad de vendedores en corto, siempre sigo a un puñado de estos gestores porque siempre he creído que, en promedio, realizan una labor de análisis e investigación muy superior a la que realizamos los gestores que tenemos posiciones largas en las empresas. De hecho, y como muestra la historia, los vendedores en corto son en la mayoría de las ocasiones los únicos responsables de derrumbar empresas fraudulentas y de actuar de “policía” en los mercados.

Sin embargo, el informe de Culper estaba lleno de imprecisiones y de hechos directamente falsos – de hecho, con errores tan groseros como equivocarse con el nombre de ciertas personas que aparecían en el informe y que eran cruciales para la trama. Los argumentos que eran más fáciles de comprobar para inversores externos como nosotros, el crecimiento reciente y la valoración, se caían por su propio peso; por ejemplo, el informe utilizaba como métrica de valoración el múltiplo precio/ventas, obviando el hecho de que Kaspi tiene el modelo de negocio más rentable entre sus “comparables”.⁸ Respecto al resto de los puntos, Kaspi publicó una [contundente nota](#) refutando los principales puntos del informe de Culper – de hecho, este último no volvió a publicar una respuesta, algo que es muy típico entre los inversores en corto.

Sin embargo, el precio de las acciones según escribo estas líneas está aproximadamente un 25% por debajo de lo que llegaron a estar cuando se publicó el informe. La única parte positiva de todo esto es que si un vendedor en corto, que dedica (o debería dedicar) infinidad de horas a encontrar los puntos débiles de una empresa, es todo lo que ha encontrado hasta ahora sobre Kaspi, entonces deberíamos estar más tranquilos con el análisis que hemos hecho hasta ahora.

Pasemos ahora a las noticias positivas, que han sido muchas. La primera es que en octubre Kaspi anunció la adquisición del 65% de Hepsiburada, el segundo marketplace más grande de Turquía, por \$1,1bn. La transacción representa aproximadamente el 5% de la capitalización bursátil de Kaspi, por lo que la considero como una apuesta asumible y muy asimétrica, con un riesgo de pérdida limitado y un potencial inmenso. Aunque las sinergias van a ser en principio limitadas (por ejemplo, las empresas van a operar con marcas y plataformas diferentes), creo que la ejecución del equipo de Kaspi, basada en su obsesión por crear productos bien valorados por los consumidores, permitirán a Hepsiburada seguir

⁸ No me he podido resistir a puntualizar que, además, el uso de dicho múltiplo demuestra severas carencias a la hora de entender cómo funcionan la contabilidad y la valoración de una empresa. La métrica de las “ventas” es una magnitud “desapalancada”, ya que para la obtención de dichas ventas usamos tanto recursos propios como deuda, mientras que el “precio” es una magnitud que incluye el apalancamiento del negocio – es el precio por acción, que corresponde solo a los accionistas del negocio. Puestos a utilizar un múltiplo de ventas (una práctica que, como explico en el texto, es engañosa en cualquier caso), *el múltiplo correcto a utilizar hubiese sido el valor del negocio (EV) dividido por las ventas*.

creciendo su negocio de manera rentable y ganar cuota de mercado a sus competidores. Aunque el negocio no será tan rentable inicialmente como su homólogo en Kazajistán dada la falta de las otras dos patas del negocio (fintech y pagos), la potencial integración más adelante del negocio de fintech será un evento para seguir de cerca.

En segundo lugar, la empresa movió en marzo la cotización de sus ADRs desde Londres al Nasdaq. Obviamente, aunque dicho cambio tiene un impacto nulo sobre el valor del negocio, sí que refleja el compromiso del equipo directivo por unos elevados niveles de transparencia y el deseo de que la historia de la empresa se conozca mejor entre un universo de inversores mayor.

En tercer lugar, en lo que se refiere a Kazajistán, la empresa va a cerrar el año con un crecimiento en el beneficio neto de un 25%. Todas las iniciativas que se han lanzado recientemente (pagos B2B, supermercado online, plataforma de compra y venta de coches y productos financieros en el sector del auto) siguen madurando y aportarán crecimiento (rentable) a la empresa en los años venideros. En todos estos verticales el crecimiento por delante es todavía amplio, dada la baja penetración actual de Kaspi (por ejemplo, Kolesa, el portal online de coches, se adquirió el año pasado) y el enorme tamaño de estos mercados. Como mencionaba en la carta del año pasado, “[c]on independencia de cuánto contribuya este o aquel negocio, creo que lo anterior demuestra que el equipo directivo tiene una hoja de ruta clara por delante, que son extraordinarios ejecutores en el día a día de la empresa y que la app de Kaspi está tan integrada en la vida de los kazajos que hace disfrutar a la empresa de unos efectos de red sencillamente inalcanzables para ningún competidor.”

Dado el fuerte crecimiento de los beneficios este año, más el 20% que estimo para el 2025 (sin contar la contribución de Turquía, que será modesta dados los menores márgenes de Hepsi), la valoración a la que cotiza Kaspi es la más atractiva desde hace tiempo. Según escribo estas líneas, su capitalización bursátil asciende a unos \$19bn., que dados unos beneficios de \$2,5bn. implica un ratio P/E de los últimos doce meses en el entorno de las 8x – inferior si tenemos en cuenta los beneficios “forward” del 2025. Incluso sin asumir ningún crecimiento a futuro (una hipótesis absolutamente irrealista), *las rentabilidades de la inversión a precios actuales deberían alcanzar el doble dígito durante muchos años*, y retornos aún superiores si el equipo directivo ejecuta a gran nivel la expansión internacional.

BRP Inc. (DOO:CA)

BRP (DOO:CA) es la única de nuestras principales posiciones que ha entrado a formar parte de nuestra cartera durante el 2024. BRP (cuyas siglas vienen de Bombardier Recreational Products) es una empresa canadiense que opera en la industria de los deportes de motor (*powersports*), a través del diseño y la fabricación de motonieves, lanchas acuáticas y vehículos todoterrenos (ATVs) y side-by-side (SSVs).

La empresa tiene una larga y distinguida historia de innovación desde su fundación. Joseph-Armand Bombardier fundó la empresa en 1942 en Quebec, y su actividad original fue la fabricación de motonieves, un medio de transporte que el propio Josep-Armand creó por primera vez en 1935. En 1958 la empresa fabricó la primera motonieve ligera bajo la marca Ski-Doo, debido a un error de tipografía que tenía que haberse leído como Ski-Dog. En 1968 la empresa se expandió al negocio de lanchas acuáticas, en 1970 adquirió Rotax (el fabricante de motores para Ski-Doo), en 1989 adquirió la marca de motonieves Lynx y, en 2003, la

empresa se separó de los negocios industriales de Bombardier y fue adquirida por Bain Capital, la familia Bombardier y un inversor institucional de Quebec.

En las últimas dos décadas, BRP ha entrado en el negocio de los vehículos todoterreno (ATV) y side-by-side (SSV), el subsegmento dentro de la industria de los deportes de motor más grande y en el que BRP no tenía ninguna presencia. Actualmente, BRP es una de las mayores empresas en este sector, especialmente en la parte más premium del mismo, y opera con su marca Can-Am, con la que espera seguir ganando cuota de mercado en los próximos años.

Dando un paso atrás, el negocio de BRP es atractivo por varias razones. Sin entrar en demasiado detalle, la industria de los deportes de motor es oligopolista (especialmente los subsegmentos de motonieves y motos acuáticas), en donde los principales fabricantes disfrutan de unas ciertas economías de escala (la proporción de costes fijos es superior al de industrias similares, como la de los vehículos recreacionales, dado el mayor grado de automatización en los procesos de producción), la marca es una consideración muy importante para los consumidores (que buscan un rendimiento excelente y que el producto sea fiable) y, finalmente, es primordial tener una red consolidada y densa de distribuidores que puedan dar servicio al cliente de manera recurrente durante la vida del producto.

BRP cuenta con un equipo directivo más veterano *y posiblemente con el mejor historial de todo el sector*. El CEO es José Boisjoli, un ingeniero de formación que lleva manteniendo el mismo cargo desde diciembre del 2003, año en que se separaron los negocios de Bombardier. Boisjoli es un fanático de los deportes de motor, teniendo su primera bicicleta Can-Am a la edad de doce años y que conoció a su mejor amigo usando productos de BRP. Bajo la dirección de Boisjoli, la empresa ha prosperado bajo una serie de audaces apuestas que han contribuido tanto en el lado de los costes, como en el del producto, como en el de la distribución.

En la parte de costes, los mayores hitos han sido el movimiento progresivo de parte de su producción a Méjico (en donde fabrica ya la mayor parte de sus unidades) y el incremento de solapamiento entre unas plataformas y otras, habiendo reducido el número de catálogo de piezas durante el proceso a pesar de haber incrementado los productos que fabrica la empresa. Boisjoli cogió la idea de estandarizar piezas y procesos de los fabricantes alemanes de automóviles (Volkswagen), y para ello pasó dos días en Europa en el 2010 tratando de entender el sistema y otro par de años implementándolo. El resultado es que, por poner un solo ejemplo de muchos, todos los mecanismos hoy en día de dirección asistida de un ATV, SSV o vehículo de tres ruedas (Spyder) de BRP son iguales.

El equipo directivo también ha mostrado a lo largo de los años una consistente filosofía por la innovación, por entender las necesidades de los clientes y por la importancia de mantener la imagen de marca. BRP es famosa en la industria *por no recortar su presupuesto de R&D (el más elevado entre sus competidores, tanto en dólares como en porcentaje sobre las ventas) durante las inevitables recesiones que sufre la industria*. Este compromiso por el R&D se extiende también a la manera en que tiene de proteger el valor de sus marcas. Por ejemplo, en la última presentación de resultados con inversores, Boisjoli abordaba con franqueza la posible pérdida de cuota de mercado en todoterrenos a corto plazo, argumentando que es mejor proteger la imagen de la marca a largo plazo que competir temporalmente con modelos de los competidores de años pasados que están siendo vendidos con fuertes descuentos:

“And the reason why I ask is I’m curious, how do you address retaining loyalty if consumers are baited by the promo on the heavy non-current of competitors? Because the entire industry is challenged until this clears, correct?”

“Yes, but at the end of the day, there are so many customers, and some who shop for a price, could buy a Can-Am, but if we don't have any concurrent, non-current, they will buy another brand. But again, we've been able to grow market share by the quality of our product, by the innovation with our product, the technology, and this is the bet that we take. We push technology and innovation to attract more customers and gain share. Then, we grew from 0% in 2010 to 20% last year -- to 30% last year, and we still believe that we can continue to grow. But we cannot gain any or every customer who shops for a price. This is not who we are.”

Aunque BRP tiene posiciones de liderazgo en la mayoría de los subsegmentos que componen la industria de deportes de motor, esta última en su conjunto está en horas bajas tras las fuertes ventas realizadas durante el período de la pandemia y el consiguiente incremento en el volumen de inventarios que se acumuló en el canal de distribución.

La anteriores preocupaciones macroeconómicas de corto plazo han penalizado en los últimos meses la valoración de BRP, dejándola en niveles muy atractivos a mi juicio. En primer lugar, es interesante señalar que el negocio cuenta con un reducido volumen de deuda, lo que le permitirá aguantar condiciones adversas si el ciclo se alarga más de lo normal. En términos de rentabilidades, la empresa ha tenido durante la última década RNOAs medios del 40%, *los cuales han sido conseguidos de manera totalmente orgánica y con muy pocas adquisiciones* – en otras palabras, el balance no está distorsionado con fondos de comercio y otros intangibles que podrían deprimir el RNOA de ahora adelante. Dada la valoración de 2,5x EV/NOA a la que cotiza la empresa a cierre del año, estimo rentabilidades de doble dígito en el entorno del 15%, que considero eminentemente atractivas dada la calidad del negocio, la extraordinaria calidad del equipo directivo y el bajo apalancamiento con el que opera la empresa.

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).