

**Carta ínterin a co-inversores del BrightGate Focus
1er semestre de 2025**

8 de julio, 2025, Madrid

“We have a liquid stock market which is two things at once — it's a place for people who are doing long-term investment rationally to go and make their transactions, and it's a place for another bunch of people to do casino gambling. We mix them up totally. It's an absolutely insane thing for the country.”

Charles T. Munger: Singleton Prize for CEO Excellence Conference 2022.

Queridos co-inversores,

El Fondo cerró el 30 de junio con un NAV (clase institucional) de 1.826,4, lo que representa un -2,5% de rentabilidad durante el semestre, frente al 6,2% del S&P500, del 9,5% del MSCI World y del 4,5% 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 cartas anteriores, los resultados semestrales deben interpretarse con cautela. Aunque a largo plazo el comportamiento del Fondo debería estar 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 mostrado un desempeño inferior al de los tres índices mencionados anteriormente durante el semestre. Gran parte de esta brecha se debe a la significativa depreciación que ha sufrido el dólar frente al euro, *una de las mayores desde la entrada en funcionamiento de la moneda única*, y al consiguiente impacto en nuestras posiciones de renta variable en dólares. El resto de la diferencia se ha debido a que, simplemente, por las razones que explico más adelante, *el comportamiento de nuestras principales posiciones ha sido francamente discreto*. Aunque seis meses son un lapso breve en el que las valoraciones pueden fluctuar de forma esencialmente aleatoria, es decepcionante no poder compartir mejores noticias. Lo que ha permanecido inalterable en este tiempo es la convicción que tengo en nuestras empresas. Por un lado, las empresas han seguido ejecutando de manera notable sus planes de negocio y, por otro, cotizan a valoraciones muy razonables, a diferencia de otros muchos (¿la mayoría de?) segmentos del mercado.

La siguiente cita, atribuida supuestamente a Lenin, capta con precisión la intensidad de estos últimos meses: “[h]ay décadas en las que no pasa nada, y hay semanas en las que pasan décadas”. La recientemente elegida Administración Trump ha querido personificar esta afirmación en los primeros meses de su mandato: ha empezado una guerra comercial con el resto del mundo a principios de abril, cuyo desenlace todavía se desconoce; ha promovido el

uso de criptomonedas y *stablecoins*; ha endurecido las políticas migratorias; prepara varias medidas destinadas a relajar la regulación bancaria; y, según escribo estas líneas, acaba de aprobar una nueva ley fiscal y presupuestaria, la “Big Beautiful Bill” que, se estima, [va a añadir 3.3 trillones de dólares](#) a la deuda gubernamental estadounidense en la próxima década – equivalente a un déficit adicional anual del 1,5% del PIB. Considerando que Estados Unidos tiene actualmente uno de los déficits fiscales mayores de su historia, exceptuando crisis financieras puntuales o períodos de guerra, *este incremento presupuestario tendrá un impacto significativo en la actividad económica y, como detallaré en la próxima misiva, en los beneficios del sector corporativo estadounidense en su conjunto.*

Todo el aluvión legislativo anterior, ya de por sí notable dado el vertiginoso ritmo al que se ha aprobado, ha destacado igualmente por una implementación, por decirlo de manera generosa, chapucera, con poca o ninguna consideración sobre las inevitables posibles repercusiones de segundo (y tercer) orden cuando se introducen medidas en sistemas tan dinámicos, no lineales y con multitud de variables como lo son las economías actuales. Peor aún, muchas de estas medidas han sido concebidas con el único fin de favorecer a aquellos que han apoyado a Trump durante la campaña, tanto familiares como empresarios ligados a su figura, a expensas del interés general.

A pesar de lo anterior, los mercados financieros se han comportado como si nada de lo anterior hubiera sucedido, impulsados en buena medida por los déficits fiscales anteriormente mencionados, por los (todavía) amplios balances de los bancos centrales y una política de tipos de interés fuera de EEUU que, por primera vez en años, ha vuelto a ser expansiva. Es más, durante el semestre hemos vuelto a presenciar varios de los signos de “exuberancia irracional” que ya presenciábamos en el 2021. A diferencia de aquel entonces, en donde el activo de moda fueron las SPACs, el ejemplo más paradigmático ahora son las criptomonedas y las llamadas “bitcoin treasury companies”, entidades cuyo único “plan de negocio” es acumular bitcoin y rezar para que el mercado les asigne una valoración superior a su NAV – para así poder seguir alimentando un ciclo de nuevas emisiones (acciones, preferentes, o convertibles) sin fin. La fiebre especulativa no se detiene ahí, extendiéndose también a empresas que tengan algo que ver con inteligencia artificial, computación cuántica y (redoble de tambores) SPACs, otra vez. Sí, han leído bien, el mercado de las SPACs está otra vez en boga y en el primer semestre del año hemos visto [volúmenes muy superiores](#) a los alcanzados en 2023 y 2024.

Visto lo visto, Mark Twain probablemente era muy optimista cuando acuñó ese famoso aforismo de que “la historia no se repite, pero rima”, y debería haber precisado en cambio que, en Wall Street, aparentemente la gente no está para rimas.

Antes de explicar en detalle las novedades más recientes de nuestras inversiones, en la carta de este semestre me gustaría explicar por qué ciertos títulos especulativos, denominados como de tipo “lotería” por la literatura de las finanzas conductuales, atraen con tanta fuerza a muchos inversores, especialmente minoristas. Esta reflexión es particularmente pertinente según escribo estas líneas, ya que *las elevadísimas valoraciones actuales de los mercados bursátiles occidentales no descansan únicamente en las Mag-7, sino también en el sinfín de empresas anteriormente mencionadas que cotizan a valoraciones absolutamente alejadas de toda realidad.*

A diferencia de las Mag-7, dichas empresas mezclan la explosiva combinación de frágiles (o inexistentes) modelos de negocio, el uso abusivo de métricas “pro forma” y equipos directivos abiertamente deshonestos. Aunque es imposible saber cuándo este ciclo de euforia llegará a su fin (los mercados son “computacionalmente irreducibles” y no se puede saber su comportamiento por adelantado, como explicaba en [la carta anterior](#)), el desenlace para la mayoría de estos valores será similar al que sufrieron las SPACs del 2021.

Si estos brotes de irracionalidad van a ser cada vez más frecuentes, o simplemente estamos viviendo un episodio absolutamente idiosincrático resultado de la confluencia de varias fuerzas únicas, es una pregunta abierta a debate. Aunque yo tiendo a pensar esto último (bajo la simple, quizás simplista, idea de que en los mercados financieros hay pocas cosas nuevas bajo el sol), Cliff Asness, [en un artículo reciente](#), se inclina por lo primero, sosteniendo que los mercados bursátiles se han vuelto menos eficientes progresivamente en las últimas tres décadas, gracias a una combinación del aumento de la indexación, de tipos de interés bajos por mucho tiempo y de la proliferación de las redes sociales, las cuales convierten el “*wisdom of crowds*” galtoniano en un “*madness of crowds*”.

Con independencia de si Asness está en lo cierto o no, la siguiente frase de Buffett resulta muy *apropos* para la situación actual: “Cuanto menos prudentes sean los demás al llevar sus asuntos, mayor debe ser la prudencia con la que debemos llevar los nuestros.”

Acciones tipo lotería y teoría prospectiva

En la [carta de hace exactamente un año](#) detallaba una de las aportaciones más importantes de las finanzas conductuales, la teoría prospectiva de Kahneman y Tversky presentada por primera vez en 1979, y cómo dicha teoría tiene diversas aplicaciones importantes en el mundo de la gestión de activos.¹

A modo de recordatorio, la teoría prospectiva se cimenta en tres proposiciones complementarias. La primera, que la gente no valora las cosas en términos absolutos, sino en términos relativos, partiendo de un punto de referencia a partir del cual se establecen las “ganancias”, si el cambio es positivo respecto a dicho punto de referencia, o “pérdidas”, si el cambio es negativo. La segunda, que una unidad de ganancias vale menos en nuestra mente que una unidad de pérdidas – las pérdidas las sentimos más intensamente que las ganancias, lo que se conoce como “aversión a la pérdida”. Y, finalmente, que en el rango de las ganancias nos volvemos conservadores (o “aversos al riesgo”), mientras que si vamos perdiendo nos volvemos agresivos (“amantes del riesgo”), ya que sentimos la necesidad de recuperar lo perdido.

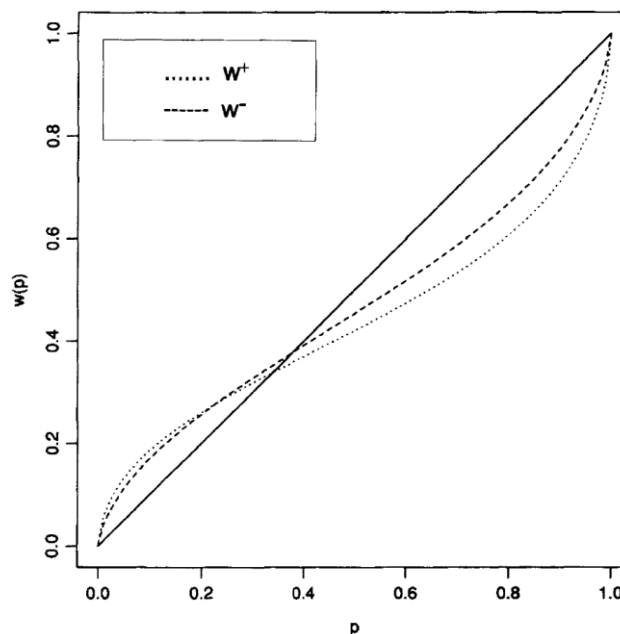
Este sencillo esquema conceptual nos ayuda a entender muchos comportamientos de los gestores de activos que, desde un prisma tradicional, se considerarían irracionales, tales como el uso de múltiples incluso cuando estos están sustentados en valoraciones ridículas (importancia del punto de referencia), el hábito de vender las inversiones exitosas y de mantener las perdedoras (en las ganadoras estamos en el rango de las ganancias y queremos realizar las plusvalías al ser aversos al riesgo) o el tener horizontes de inversión excesivamente reducidos (lo que se conoce como la “aversión miope a la pérdida”).

¹ Kahneman, D. and Tversky, A., 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47(2), pp.263-292.

En 1992, el dúo israelí modificó un elemento de la teoría prospectiva – esta ampliación la pasaron a llamar “teoría prospectiva acumulativa”, un nombre que, para ser sinceros, no es muy atractivo. El elemento novedoso sugiere que las personas se comportan de manera diferente en función de si la probabilidad del evento es alta o baja. En el caso de las primeras, la gente se comportará como predice la teoría original, aversas al riesgo en el rango de las ganancias y viceversa en el rango de las pérdidas; *sin embargo, cuando las probabilidades son bajas, la gente se comporta completamente al revés – siendo aversas al riesgo en el rango de las pérdidas y amantes al riesgo en el de las ganancias.*

¿Cuál es la idea fundamental que hay detrás? Tiene que ver con el proceso de cómo las personas se forman una idea de la distribución de probabilidades de un evento. Para Kahneman y Tversky, a la hora de tomar una decisión, *la gente no tiene en su cabeza la distribución estadística completa de las probabilidades objetivas, sino un abanico de probabilidades subjetivas que son usadas en lugar de las anteriores.* En concreto, proponen que nuestras probabilidades subjetivas generalmente subestiman las probabilidades objetivas cuando dichas probabilidades son elevadas; por ejemplo, una probabilidad del 99% la “sentimos” más cercana al 95% que al 100%. Y a la inversa, sobre estimamos las probabilidades objetivas cuando estas son bajas; una probabilidad del 1% la sentimos más cercana al 5% que al 0%. Finalmente, proponen que cuando las probabilidades están en tierra de nadie y son “grises” (en el rango del 40-60%), somos insensibles a sus cambios: nos da casi igual, por ejemplo, que el evento tenga una probabilidad del 45% que del 55%.

Esta manera que tenemos de estimar las probabilidades de los eventos la llamaron la “función de ponderación de probabilidades”, y gráficamente tiene la siguiente forma:



Función de ponderación de probabilidades de acuerdo con la teoría prospectiva acumulativa. Fuente: Tversky, A., Kahneman, D. (1992). Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. Journal of Risk and Uncertainty, 5(4):297-323.

El eje horizontal de las x recoge la probabilidad objetiva del evento, mientras que el eje vertical de las y recoge nuestra estimación del evento. Si se compara con la línea recta, que muestra el caso de que nuestras estimaciones subjetivas fuesen idénticas a las probabilidades objetivas, vemos como las líneas curvas están por encima de la línea recta

cuando las probabilidades son bajas (sobrestimamos la probabilidad real de un evento infrecuente) y por debajo cuando las probabilidades son altas (descontamos la probabilidad de un evento muy cierto). En el medio del gráfico, las curvas se aplanan, mostrando nuestra insensibilidad al cambio en las probabilidades medias – somos relativamente indiferentes a que un evento tenga una probabilidad del 45% o del 55%.

Este refinamiento de la teoría prospectiva explica elegantemente varios comportamientos del mundo real que pueden parecer contradictorios. Por ejemplo, que un individuo pueda querer comprar una costosa póliza de seguros contra sucesos altamente improbables y al mismo tiempo comprar un billete de lotería; individuos que prefieran una probabilidad del 0,1% de ganar 5.000€ a una ganancia cierta de 5€ (amantes al riesgo en el rango de las ganancias cuando las probabilidades son bajas), y a la vez prefieren una pérdida cierta de 5€ a la probabilidad de un 0,1% de perder 5.000€ (aversos al riesgo en el rango de las pérdidas cuando las probabilidades son bajas).

En los mercados financieros *la implicación más importante de la teoría prospectiva acumulada es que aquellos títulos con un perfil estadístico de retornos más asimétrico, es decir, títulos con elevadas probabilidades de perderlo todo y con una mínima probabilidad de una ganancia elevadísima, deberían estar generalmente caros y haber producido pésimas rentabilidades*. Este tipo de títulos, conocidos en la literatura como de tipo “lotería”, cotizan generalmente con una prima sustancial respecto a su valor intrínseco porque la gente sobrevalora la opcionalidad implícita en ellos, estando dispuestos a sobre pagar por esa pequeña probabilidad de éxito enorme, subestimando a la vez las probabilidades reales de pérdida.

¿Cuáles son algunos de estos activos? La galería de los horrores es bastante extensa, pero a modo de ilustración, la literatura académica ha identificado que las ofertas públicas de venta,² las acciones *over the counter*, las acciones de empresas en situaciones de *turnaround*,³ las empresas de transporte marítimo⁴ y las de empresas consideradas *growth* (y con pobres fundamentales)⁵ suelen tener distribuciones de retornos muy asimétricas y haber producido malas rentabilidades en el pasado.

En el caso de las acciones de transporte marítimo, por ejemplo, uno de estos artículos muestra cómo dichas acciones han generado la rentabilidad media menor de todos los sectores estudiados, y teniendo a la vez la mayor volatilidad, lo que va claramente en contra del mantra de la teoría convencional de “aquellos activos que tienen más riesgo generan más rentabilidad”:

² Green, T., & Hwang, B. (2012). Initial Public Offerings as Lotteries: Skewness Preference and First-Day Returns. *Management Science*, 58(2), 432–444.

³ Campbell, J., Hilscher, J. and Szilagyi, J. (2008), In Search of Distress Risk. *The Journal of Finance*, 63: 2899-2939.

⁴ Makrominas, M. & Marcoulis, S. (2023). Shipping Stocks as Lotteries, *Maritime Policy & Management*, 50:5, 651-667.

⁵ Zhang, X.-J. (2013). Book-to-Market Ratio and Skewness of Stock Returns. *The Accounting Review*, 88(6), 2213–2240.

Industry Classification	Panel A: Daily Statistics			
	Obs N	Mean (%)	Stdev (%)	Mean/Stdev
Shipping	7,100	0.02	2.04	0.01
Telecom	7,100	0.07	1.38	0.05
Energy	7,100	0.09	1.77	0.05
Cons Durables	7,100	0.07	1.23	0.06
Utilities	7,100	0.05	0.88	0.06
Chemicals	7,100	0.08	1.15	0.07
Manufacturing	7,100	0.08	1.16	0.07
Shops	7,100	0.08	1.06	0.08
Buss Equipment	7,100	0.11	1.31	0.09
Cons Non-Durables	7,100	0.08	0.9	0.09

Estadísticas diarias por sectores, 1989-2017. Fuente: Makrominas, M. & Marcoulis, S. (2023). Shipping Stocks as Lotteries, Maritime Policy & Management, 50:5, 651-667.

Curiosamente, algo similar sucede en el mundo del crédito, en el sentido de que créditos con más riesgo no han acabado dando rentabilidades superiores a largo plazo. Aunque no hay ningún estudio académico que ligue de manera rigurosa este patrón empírico con la teoría prospectiva acumulativa, el hecho no deja de sorprender, siendo fácil teorizar que, para créditos muy arriesgados, dadas sus condiciones de título lotería, los inversores tienden a subestimar el riesgo de insolvencia.

Por ejemplo, Verdad Advisers publicó hace años un artículo en el que mostraba cómo *los retornos derivados del riesgo crediticio no seguían una función lineal, sino que alcanzaban un máximo en el entorno de las BB para luego acabar decreciendo en calificaciones crediticias más bajas*. A pesar de la elevada volatilidad (y porcentajes de caída máximos) de los créditos “B” y “CCC”, los inversores históricamente no han acabado obteniendo rentabilidades mayores por la asunción de riesgos crecientes:

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Average Yield	4.3%	4.3%	4.8%	5.6%	7.1%	8.9%	14.7%
Realized Return	5.1%	5.2%	5.4%	6.0%	6.9%	5.8%	6.8%
Volatility (StDev)	5.0%	4.4%	5.3%	5.6%	7.1%	8.9%	14.3%
Return/Risk	1.0	1.2	1.0	1.1	1.0	0.6	0.5
Max Drawdown	-9.3%	-11.3%	-18.1%	-17.2%	-25.1%	-34.0%	-48.6%

Riesgo y retorno por calificaciones crediticias, 1997-2019. Fuente: Verdad Advisers, 2019, [Fool's Yield](#).

Volviendo a la discusión para el caso de la renta variable, hay otra implicación importante de cómo ponderamos las probabilidades a la hora de invertir. El que las acciones de tipo lotería estén caras significa, al mismo tiempo, que aquellas acciones con elevadas probabilidades de ganancias más limitadas y con bajas probabilidades de pérdida cotizan a descuento, ya que los inversores, en este caso, sobrestiman la mínima probabilidad de pérdida y a la vez subestiman la probabilidad de llegar a buen puerto. La historia nos dice que esta hipótesis es razonable, ya que dichas acciones “aburridas” han generado mejores rentabilidades con menores volatilidades, lo que se conoce en la literatura como la [anomalía de la baja volatilidad](#).

En [la carta de hace un año](#) defendía el uso de probabilidades de base como punto de partida de una metodología rigurosa para identificar potenciales inversiones en donde las probabilidades están a nuestro favor. Como espero haber dejado claro en cartas anteriores, así como en los comentarios de la siguiente sección, el perfil de las inversiones que componen nuestra cartera se aleja deliberadamente de los perfiles especulativos de las acciones de tipo lotería, y estoy plenamente convencido de que los resultados a largo plazo de unas y otras reflejarán esta importante distinción.

Estructura de la cartera y novedades del semestre en nuestras principales inversiones

A cierre de junio, la estructura de la cartera es la siguiente. Tenemos un 66,6% invertido en renta variable a largo plazo, un 6,1% en situaciones especiales (a través únicamente de nuestra posición en Liquidia), un 14,6% en renta fija, un 3,7% en preferentes a través de nuestra posición en Freddie Mac y un 9% en efectivo – que asciende al 14% si incluimos bonos gubernamentales a muy corto plazo. Adicionalmente, los tres bonos de alto rendimiento que conforman nuestra cartera de renta fija tienen una rentabilidad a vencimiento del 9% (después de los costes de cobertura a euros) y una duración de 3.

Respecto a la composición sectorial, los principales sectores en los que estamos invertidos son, por orden de importancia: consumo cíclico (34,8%), financiero (15,9%), consumo no cíclico (12,5%), energía (9,8%) e industrial (9,5%). Los negocios que tenemos en cada uno de estos sectores son muy diversos y, con la excepción de nuestra exposición al sector de los concesionarios de automóviles (en el que tenemos un 12% del Fondo invertido en esta temática), el resto de la cartera está diversificado en industrias muy diversas.

A continuación, comentaré los desarrollos más notables de nuestras principales inversiones de renta variable a largo plazo que han ocurrido durante el semestre. Para aquellos inversores menos familiarizados con alguna de estas posiciones, en las cartas pasadas de cierre de año se pueden encontrar los detalles de dichas tesis:

Northeast Bank (NBN:US)

Un trimestre más, Northeast Bank (NBN:US) se mantiene como la posición de mayor peso en nuestro Fondo. El comportamiento de la acción durante el semestre ha sido muy discreto, con una rentabilidad cercana al cero, al igual que el de la mayoría de las acciones de bancos regionales. Tras la victoria de Trump en noviembre, los “inversores” apostando por esta temática empujaron con fuerza las acciones, esperando una desregulación agresiva bancaria. Según han ido transcurriendo los meses, el entusiasmo de los inversores ha ido disminuyendo, devolviendo a los precios de estas acciones a los niveles previos que tenían en el día de la elección.

Ni que decir tiene que *la tesis que hay detrás de Northeast es bien diferente y no tiene nada que ver con hipotéticos cambios regulatorios*. El banco sigue siendo extraordinariamente rentable, a pesar de contar todavía con un balance conservador, con ROEs en lo que llevamos de ejercicio del 18% y unos \$870M en capacidad para comprar u originar préstamos adicionales – una cantidad nada desdeñable si la comparamos con los \$3,7bn. que tenía a cierre del último trimestre. Dado que las acciones cotizan a 1,5x P/B y a un P/E de 8x, sigo

convencido que las rentabilidades para los próximos años serán excepcionales y, lo que es más importante, con un riesgo muy reducido.

Aprovecho aquí para señalar que la temática de “bancos regionales, temporalmente penalizados, pero con excelentes rentabilidades y equipos directivos de primer nivel” es un *área en el que no descarto ampliar nuestra exposición en los próximos meses.*

Concesionarios de coches (ABG:US, AN:US)

Nuestras dos posiciones en la industria de los concesionarios, Asbury Automotive (ABG:US) y AutoNation (AN:US), sufrieron una gran volatilidad durante estos meses como consecuencia de los anuncios de los aranceles y su posible impacto en la cadena de valor de la industria. Aunque ambas acciones han recuperado las pérdidas sufridas en primavera, resulta aún prematuro determinar el verdadero alcance que tendrán dicha políticas para los concesionarios a largo plazo.

Por un lado, aunque los aranceles puedan suponer un impacto positivo a corto plazo a través de los inventarios de coches usados que tienen los concesionarios, dado el previsible aumento que experimentarán los precios de los coches usados, a medio plazo unos volúmenes menores impactarán la rotación de activos de estas empresas. Adicionalmente, la corriente de beneficios asociada a la financiación y seguros de los vehículos (la cual tiene márgenes cercanos al 100%) será menor, al depender del volumen de unidades vendidas. Finalmente, el impacto de unas ventas menores deberían ser buenas noticias para el negocio de reparaciones y mantenimiento, ya que la gente prolongará el ciclo de mantenimiento de los vehículos, compensando así en parte la disminución en volúmenes de coches nuevos y usados.

La otra noticia relevante durante el semestre fue la adquisición (aunque pendiente de cerrarse) por parte de Asbury de The Herb Chambers Companies, el decimocuarto grupo privado más grande del país, con 33 tiendas fundamentalmente en Nueva Inglaterra. Aunque la adquisición se ha realizado a un múltiplo razonable, 0,46 veces las ventas, es un múltiplo no muy diferente al que cotiza Asbury, con lo que una política de recompras de acciones, como la que está ejecutando AutoNation, es una estrategia más razonable ya que comporta un riesgo menor (las recompras no tienen un riesgo de integración con la empresa adquirida como lo tienen las adquisiciones), para unas rentabilidades que en el caso de ambas estrategias son similares.

El mercado está empezando a *descontar ya los riesgos que conllevan seguir una estrategia de adquisiciones* (como las emprendidas por Lithia a múltiplos elevados tras la pandemia), ya que AutoNation cotiza con una prima respecto a Asbury y Lithia. Personalmente, no puedo estar más de acuerdo. Aunque estoy seguro de que Asbury importará parte de la excelente ejecución operativa por la que son famosos a las tiendas de Herb Chambers, en mi opinión dichas tiendas son ya bastante productivas, con ventas media por localización en el entorno de los \$88M.

En cualquier caso, Asbury cotiza todavía a un P/B de 1,4x (EV/NOA de 1,2x). Incluso si asumimos ROEs en el entorno del 15-20% por la dilución en los retornos contables dadas las adquisiciones recientes, deberían ser suficientes para generar rentabilidades del 13-15% asumiendo modestos crecimientos a futuro.

Kaspi (KSPI:US)

En contraste con las acciones de los concesionarios, las noticias durante estos meses no pudieron ser más positivas para Kaspi.

En primer lugar, continúa ejecutando su ambicioso plan de crecimiento en Kazajistán, con notables progresos en viajes, en el supermercado online y en el negocio de coches. Aunque el negocio de pagos cuenta ya con una penetración muy elevada, el negocio de comercio online seguirá generando un elevado y rentable crecimiento durante los próximos años.

Sin embargo, la noticia más relevante ha sido la adquisición del 65% de Hepsiburada (“Hepsi”), la segunda plataforma de comercio online más grande Turquía. Este movimiento, que representa un 5% de la capitalización bursátil de Kaspi cuando anunció la adquisición, es una decisión excelente, ya que es una apuesta con pocas consecuencias si sale mal y un potencial de crecimiento inmenso, dada la población de 85 millones de Turquía – cuatro veces la de Kazajistán. Este movimiento debería silenciar a los que consideran que Kaspi tendrá pocas oportunidades de crecimiento por delante.

Posterior a la adquisición de Hepsi, Kaspi ha adquirido también las operaciones de Rabobank en Turquía. El objetivo de dicha adquisición es acelerar la adquisición de una licencia bancaria (las operaciones de Rabobank en Turquía eran mínimas) e iniciar cuanto antes la integración en Turquía del negocio financiero con el del comercio online.

Si bien la competencia en Turquía supera con creces a la de Kazajistán y no anticipo ROEs cercanos a las que ha tenido Kaspi históricamente, *la oportunidad turca es potencialmente muy lucrativa*. Estoy plenamente convencido de que la implicación y el nivel de ejecución operativa por parte de Mikhail y del resto del equipo de Kaspi serán tan elevados como lo han sido hasta la fecha. La obsesión por el cliente que tiene la empresa, la cultura de innovación continua y la experiencia obtenida en Kazajistán serán los principales catalizadores para asegurarse una posición de dominio en el mercado turco en los próximos años.

Nadie podría adivinar nada de lo anterior si mirase simplemente a la evolución del precio de la acción, con una caída del 9% desde el comienzo del año. La acción ha estado presumiblemente penalizada por unos inversores preocupados por la desaceleración del crecimiento en Kazajistán, la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento de los beneficios este año (del 20% al 16%), así como la falta de visibilidad del fin de la guerra entre Rusia y Ucrania. Aunque Kazajistán no ha tenido nada que ver en el conflicto, leyendo blogs y otros contenidos en la red, está meridianamente claro que los “inversores” compran y venden las acciones de la compañía como si fuesen un “proxy” a la resolución de la guerra. Finalmente, la temporal cancelación del dividendo para poder financiar la compra de Hepsi ha forzado a muchos fondos de dividendos a deshacer sus posiciones, amplificando aún más la presión vendedora.

Con una capitalización bursátil de \$16,5bn. y unos beneficios esperados este año de unos \$2,3bn (asumiendo un crecimiento del 15% sobre los beneficios de KZT1,1tr. del año anterior y unos tipos de cambio de 520KZT/USD), el P/E es menor a 8x, lo que obviamente implica que las cosas no tienen que ir a la perfección para obtener un resultado razonable desde estos niveles. Tras el verano, con la adquisición de Hepsi ya cerrada y unos niveles de capital restablecidos, la compañía ha anunciado que reevaluará la política de retribución al accionista, *habiendo una posibilidad de que por primera vez primen las recompras de*

acciones sobre los dividendos. Aunque históricamente esto no ha sido posible, ya que la liquidez de los títulos en Londres era mínima, la liquidez actual del Nasdaq ofrece volúmenes que hacen posible las recompras a gran escala. Si la valoración actual de las acciones se mantiene, estoy seguro de que el equipo directivo actuará con contundencia para corregir la ineficiencia. Mientras tanto, la ejecución del plan de negocio en Turquía será otro catalizador para las acciones a corto y medio plazo.

Garrett Motion (GTX:US)

La actualización de Garrett será breve, dado que no ha habido grandes novedades. Los resultados recientes siguen demostrando que, en un entorno donde los márgenes no se han normalizado para las empresas de componentes, Garrett continúa generando rentabilidades muy elevadas, con estabilidad en los márgenes. La acción ha tenido un buen comportamiento en el año, a pesar de que Oaktree y Centerbridge siguen deshaciendo sus posiciones como estaba previsto.

La incorporación de Garrett a varios índices bursátiles puede actuar como otro importante catalizador a corto plazo para el precio de la acción, aunque me gustaría ser claro que, en el caso de Garrett, subidas en el precio de la acción a corto plazo penalizarán sustancialmente nuestros resultados a largo plazo, dado el agresivo programa de recompra de acciones que tiene en marcha la empresa – el más ambicioso, junto con SLM, de todas las empresas de nuestra cartera. A precios actuales, estimo que Garrett será capaz de recomprar más del 10% de las acciones en circulación cada año. Con unas rentabilidades cercanas al 20% a estos precios, *obviamente dicho programa de recompras es económicamente significativo y cualquier caída del precio de la acción solo lo potencia aún más.*

En otras palabras, tengo pocas dudas de que el rendimiento de la acción a tres y cinco años será muy elevado en casi cualquier escenario. Sin embargo, es racional querer diferir dichas ganancias a futuro y que sean mayores, a tener que adelantarlas al presente y que sean menores.

BRP Inc. (DOO:CN)

De todas nuestras principales posiciones, BRP es la que ha tenido un semestre más volátil. La industria de los deportes de motor (*powersports*) ha seguido registrando débiles números de ventas y las tensiones arancelarias han impactado de lleno a la compañía, al ser una empresa canadiense cuyo mayor mercado es el estadounidense y varias fábricas en Méjico. La acción ha recuperado la mayor parte de las pérdidas que sufrió durante abril y mayo, aunque con una extraordinaria volatilidad (las pérdidas llegaron a ser del 30%), y en el año es otra de las empresas que tenemos con rentabilidades cercanas al cero.

Pese a la incertidumbre reciente, la tesis no ha cambiado lo más mínimo en estos meses, y de hecho hay algunas razones para ser algo más optimista – la esperanza es lo último que se pierde!⁶ En primer lugar, el volumen de inventarios en el canal de distribución está cercano a la normalización, con lo que a partir de ahora el volumen de ventas final se corresponderá con el volumen de producción de las empresas. BRP, por primera vez en

⁶ La tesis la expuse en detalle en el [anexo de la carta de cierre de año de 2024](#) y por motivos de espacio no la repetiré aquí.

varios trimestres, se mostró optimista de que en la segunda mitad del año deberíamos ver la recuperación del sector.

En segundo lugar, la exposición de BRP a los aranceles es limitada (aunque la situación sigue siendo fluida y obviamente puede cambiar en cualquier momento), ya que tanto sus productos como sus componentes están en gran medida exentos al estar al amparo del acuerdo de libre comercio USMCA entre EEUU, Canadá y Méjico que entró en vigor el 1 de julio 2020 – ¡y firmado, caprichos del destino, por la anterior Administración Trump! Sin embargo, uno de los principales competidores de BRP, la empresa estadounidense Polaris, se ha visto afectada por los componentes que importa desde China.

Aunque, como he señalado, la situación es fluida, *existe una gran posibilidad de que BRP salga fortalecida de todos estos acontecimientos y continúe ganando cuota de mercado en el próximo ciclo del sector*. Las acciones cotizan a un modesto EV/NOA de 2,3x, dando cero crédito, en mi opinión, a las elevadísimas rentabilidades históricas que ha obtenido la empresa (con RNOAs cercanos al 40%), a la posición de dominio que cuenta en todos los verticales en los que compite, a la dilatada experiencia de su equipo directivo y, finalmente, a su extraordinaria gama de productos.

Principales incorporaciones a la cartera

Durante la primera mitad del año, el Fondo solo tuvo cuatro incorporaciones nuevas en la parte de renta variable: Ingles Markets (IMKTA:US), Pulte Group (PHM:US), Stella-Jones (SJ:CN) y Universal Logistics Holdings (ULH:US). Adicionalmente, en la cartera de renta fija hemos adquirido los bonos de DNO y Pearl Petroleum, ambos con rentabilidades superiores al 8% en euros.

Si bien las posiciones de Ingles Markets y Stella-Jones son pequeñas (cada una representa menos del 2,5% del Fondo y están concebidas como “posiciones de iniciación”), las inversiones en PHM y en ULH son más relevantes al representar pesos superiores. A continuación, presentaré de manera concisa las tesis que hay detrás de ambas compañías.

PHM es la tercera empresa de construcción residencial más grande en EEUU, habiendo entregado 31.000 viviendas en todo el 2024. La acción fue la única nueva inversión que adquirimos en medio del pánico arancelario de abril, aunque los títulos ya llevaban una caída superior al 30% desde octubre por la desaceleración que ha experimentado el mercado residencial en EEUU en los últimos trimestres.

La tesis que tengo en PHM es la misma que llevo teniendo desde que empezamos a invertir en estos negocios en el 2022. En primer lugar, el negocio de la construcción residencial es rentable a lo largo del ciclo económico: las principales empresas cotizadas obtienen rutinariamente rentabilidades sobre los activos operativos netos (RNOA) superiores al 15% – y habiendo sido superiores al 20% en los últimos años gracias a la falta de volúmenes en el mercado de la vivienda de segunda mano. En segundo lugar, el riesgo de obsolescencia tecnológica es mínimo, con lo que uno puede confiar que el negocio seguirá existiendo en una forma bastante parecida dentro una década. En tercer lugar, como sucede en otras economías desarrolladas, ha habido un déficit acumulado de vivienda desde la Crisis Financiera Global, con lo que el sector debería afrontar un escenario favorable una vez la crisis de asequibilidad actual mejore. En cuarto lugar, PHM tiene el balance más saneado de su historia, con unos activos operativos netos (NOA) de unos \$13bn. frente a una deuda

financiera neta de menos \$1bn. Esto, junto con el modelo más ligero en capital hacia el que se ha movido la empresa, hará que la empresa sea resistente a los peores momentos del ciclo económico.⁷

Finalmente, PHM cotiza a un EV/NOA de 1,8x, dejando margen de seguridad y una rentabilidad atractiva a futuro incluso si los RNOAs revierten a niveles del 17% – frente a los niveles superiores al 24% de los últimos años.

Por otra parte, ULH es una posición nueva iniciada en marzo. ULH es una empresa logística con presencia en diversos segmentos, aunque el más importante en términos de beneficios operativos es la gestión de almacenes (*contract logistics*) a terceros, generalmente empresas industriales y del sector de la automoción. Los servicios que ofrece UHL en este segmento abarcan actividades como la manipulación de materiales, la consolidación de mercancías, el submontaje, la gestión de las dársenas y la logística de los contenedores. El otro segmento de ULH, el intermodal, está sufriendo pérdidas actualmente dada la recesión en la que está sumida la industria como consecuencia de la normalización en las cadenas de suministros tras los cuellos de botella que produjo el Covid – y que llevó a estas empresas a ganar suculentos beneficios en el 2021 y en el 2022.

El negocio de la gestión de almacenes es relativamente atractivo, con contratos a medio y largo plazo en el que el factor fundamental para el cliente es la calidad del servicio, ya que empresas como ULH son las encargadas de gestionar todos los procesos, con lo que un parón por cambio de proveedores es simplemente un riesgo inaceptable para el cliente. El precio es la segunda consideración en las negociaciones. Los RNOAs históricos de ULH, aunque no han sido elevados, han sido estables, rondando en el 8-12%, y dado el apalancamiento financiero histórico del negocio, ha producido ROEs de aproximadamente el 20%.

Los riesgos de la tesis no son solo el apalancamiento financiero (que, aunque creo que es manejable, es ligeramente superior al del resto de nuestras inversiones), sino un ciclo desfavorable más largo del previsto como consecuencia de las segundas derivadas de los aranceles. Adicionalmente, la posibilidad de que la familia con el control de la empresa lance una oferta de exclusión a un precio muy bajo es otro riesgo importante. Creo que dichos riesgos están sobradamente compensados por las características del negocio, por la importancia que va a tener para las empresas automovilísticas los activos logísticos con presencia en suelo estadounidense por el efecto del *reshoring* (al menos en los próximos tres años), así como finalmente por la valoración, dado que las acciones cotizan a 1x tanto en términos de EV/NOA como de P/B.

Principales ventas durante el semestre

Las principales desinversiones realizadas durante el semestre han sido Mr. Cooper, OSB Group y Vistry Group. Las razones de la venta han sido diferentes en los tres casos. En el caso de Mr. Cooper, la empresa va a ser adquirida por Rocket en un canje de acciones: dado que no quería tener exposición a Rocket y la prima ofrecida se acercaba bastante a una valoración razonable de Mr. Cooper, consideré que era un buen momento para vender. OSB ha estado aproximadamente dos años en la cartera (la empresa fue adquirida al poco de aparecer los problemas contables por el *mark-to-market* de la parte de interés variable en

⁷ El porcentaje de tierra controlada a través de opciones ha aumentado de un 26% en el 2014 al 56% una década más tarde.

las hipotecas), y aunque ha sido un viaje con mucha volatilidad, los dividendos cobrados en el ínterin más la revalorización que ha experimentado la acción (pasando de un P/B de 0,6x a 0,9x) han hecho que la rentabilidad en esta inversión haya sido decente. Aunque es probable que esté dejando “algo de dinero en la mesa”, la diversificación a otros verticales que va a acometer OSB próximamente me parece marginalmente más arriesgada que el negocio tradicional de *buy-to-let*. Finalmente, la venta de Vistry fue por falta de convicción en la tesis y, aunque las pérdidas fueron limitadas, su adquisición fue un claro error por mi parte.

En la parte de renta fija las principales ventas han sido American Costal, Genworth Financiera y Murano. Los dos primeros bonos han tenido un excelente comportamiento desde su compra y están ya cotizando a rentabilidades insuficientes para los objetivos del Fondo. Los bonos de Murano, en cambio, fueron comprados a finales de 2024, y el radical cambio en la tesis de inversión ha hecho que prefiera vender los bonos con una pérdida del 25% (sin contar el cupón devengado) en unos pocos meses que a seguir teniéndolos en cartera. Este tipo de situaciones, en las que el fraude está presente (el equipo directivo prometió la apertura de la expansión del hotel para finales del 2024 cuando hicieron el *roadshow* en septiembre, mientras que en marzo del 2025 nos enteramos en un escueto comentario de que dicha apertura se retrasaría hasta finales del 2025), son muy infrecuentes, y con el tiempo he aprendido que es mejor asumir la pérdida que a estar con un equipo directivo de esta índole. Afortunadamente, las características del bono, que tenía la primera prenda sobre un activo real, han hecho que la pérdida haya sido limitada.

Financial Statement Analysis for Value Investing

Como punto final, resultaría imperdonable omitir la visita a Madrid a finales de junio de Stephen Penman, catedrático George O. May de la Universidad de Columbia y director de su Máster de Contabilidad y Análisis Fundamental. Stephen estuvo en Madrid presentando en dos diferentes conferencias su libro recién publicado, *Financial Statement Analysis for Value Investing*, y dedicó además una mañana, en nuestras oficinas, junto con otros acérrimos seguidores de su enfoque, a resolver varias de nuestras inquietudes contables y de valoración. Además de ser una excelente persona, Stephen es un verdadero creyente en lo que enseña, y su entusiasmo contagioso hace que un tema tan abstracto, y en apariencia árido, como es la contabilidad financiera, adquiera un carácter entretenido y accesible cuando se aplica a la valoración de empresas.

El proceso de inversión de los Fondos que gestionamos en BrightGate habría sido muy distinto, y seguramente inferior, al que hubiésemos construido de no haber leído *Accounting Value*, el segundo libro publicado por Stephen, en el invierno del 2013. En un mundo donde la mayoría de las ventajas que puede tener uno sobre los mercados quedan completamente arbitradas por estos (a pesar de que, como hemos visto antes, Clive Asness piense que los mercados se estén volviendo menos eficientes), *comprender cómo interactúan de manera orgánica la contabilidad y la valoración de empresas en el esquema de Stephen es una ventaja indudable frente a la manera simplista que usan la mayoría de los participantes de los mercados* – incluso los institucionales.

Recomiendo sin dudar a todos nuestros inversores la lectura de su último libro, *Financial Statement Analysis for Value Investing*. Aunque, como el propio Stephen reconoce, la obra es una lectura más compleja que los tradicionales libros de *value investing*, el lector se verá

gratamente sorprendido por la claridad y coherencia del enfoque. Los innumerables ejercicios esparcidos a lo largo del libro ayudan, por otra parte, a interiorizar las principales características de dicho enfoque. Dadas las condiciones actuales de los mercados, *es una lectura muy pertinente*, especialmente para aquellos inversores que basan su proceso de inversión en un estudio intensivo de los fundamentales. Para los lectores que quieran tener una idea previa de las ideas del libro, realicé una [reseña detallada del libro](#) recientemente para el blog del CFA Institute, *Enterprising Investor*, así como [una de carácter más divulgativo](#) para El Economista.

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).