

Carta anual a co-inversores de BrightGate Focus

3 de enero, 2026, Madrid

“Peppa Pig: Soy más alta que George.

George: Oh.

Papá Pig: No te preocupes George, cuando te hagas mayor serás más alto.

Peppa: Sí, crecerás, pero yo siempre seré más alta que George, porque siempre seré mayor que él.”

Peppa Pig, Capítulo La Jirafa Gerald.

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 2.132,5, lo que representa un 13,8% de rentabilidad durante el año, frente al 17,9% del S&P500, del 21,1% del MSCI World y del 8,5% 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 en donde el pasado pueda ser una buena guía de lo que será el futuro, con reducidos volúmenes de deuda, equipos directivos íntegros y cotizando a valoraciones razonables – que puedan capitalizar nuestras inversiones, como mínimo, a tasas del 7-9%. En renta fija, la rentabilidad exigida a las 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 este año un comportamiento inferior al de los dos índices bursátiles mencionados anteriormente, y superior al del índice de bonos de alto rendimiento. Como expliqué en [la carta de hace seis meses](#), una parte importante de esta divergencia se ha debido al impacto que ha tenido la depreciación del dólar, “una de las mayores desde la entrada en funcionamiento de la moneda única”. Del mismo modo, los resultados de los dos índices anteriores, ambos en dólares, hubiese sido sustancialmente menores si tuviésemos en cuenta la depreciación del 13,5% del dólar durante el año – de hecho, por detrás de los resultados del vehículo. Adicionalmente, hemos seguido manteniendo todo el

año un porcentaje de alrededor del 10% en efectivo y, por supuesto, no hemos tenido ninguna exposición a las empresas *momentum* que han estado tan en boga este año. Si bien una pequeña parte de ese universo de empresas agrupa modelos de negocios tan rentables como los de Nvidia o el de los *hyperscalers*, en los que tengo poco que objetar,¹ una buena parte de los índices sigue estando compuesta por empresas con modelos de negocios cuestionables: pobres rentabilidades, elevado riesgo de rápida obsolescencia tecnológica, dependencia de mercados generosos para poder financiar sus proyectos y valoraciones absurdas a todas luces.

En la carta del año pasado señalé varios factores comunes a todas las grandes burbujas de la historia del capitalismo, así como las inevitables diferencias entre ellas. Como no todos los días se tiene la oportunidad de vivir desde dentro de una burbuja que será probablemente recordada como una de las mayores de todos los tiempos, me parece pertinente dedicar esta carta a profundizar en un aspecto en el que reina la confusión entre los participantes del mercado, y no es otro que las valoraciones actuales. Mientras que algunos afirman que son las más altas de la historia, otros son más optimistas, defendiendo que, aunque son elevadas, están todavía por debajo de los niveles de la burbuja puntocom. Detrás de este debate no solo se esconden los incentivos propios de cada uno de los participantes, sino una conversación genuinamente legítima e interesante sobre qué métricas de valoración son más convenientes.

Nuestra métrica preferida para medir la valoración de los índices estadounidenses es la [popularizada por John Hussman](#), la cual relaciona la capitalización bursátil de las empresas no financieras con el valor añadido bruto. Aunque no tiene una lectura tan directa como las métricas ligadas a beneficios (al fin y al cabo, los inversores pagan por flujos de beneficios, no por valores añadidos brutos), es nuestra predilecta ya que *ha tenido históricamente el mayor poder predictivo a la hora de estimar las rentabilidades futuras de los índices a largo plazo* – digamos, a siete, diez, o a doce años. De acuerdo con esta métrica, los rendimientos anuales esperados del S&P500 en términos nominales para los próximos doce años se sitúan en el registro más bajo de la historia, [estando firmemente en terreno negativo](#).

Por otro lado, es habitual escuchar a muchos analistas sosteniendo que los múltiplos actuales no son los más altos de la historia. Para ello, ofrecen como prueba los niveles de varios sencillos múltiplos de valoración, tales como el [ratio forward precio/beneficio](#) (gráfico 6) o el CAPE de Shiller. Además, añaden que, dado que los tipos de interés son sustancialmente más bajos que en otros episodios de valoraciones elevadas, la renta variable está comparativamente más barata que en otros momentos de la historia y los múltiplos, por lo tanto, están absolutamente justificados.

El argumento anterior presenta varios problemas. El primero es intentar justificar valoraciones elevadas apelando a tipos de interés bajos. La historia ofrece numerosos

¹ En realidad, sí que tengo algo que objetar, ya que me pregunto si algunos de estos negocios son tan realmente buenos como se piensa actualmente. Tomemos por ejemplo el caso de Nvidia, la compañía más valiosa del mundo, que se dedica mayoritariamente al diseño de GPUs. Hace 26 años, Intel dominaba el mundo de los semiconductores, no solo únicamente a través del diseño de las CPUs, sino también a través de su proceso de fabricación y de su arquitectura (x86). Un cuarto de siglo después, Intel ha sido claramente superada en las tres partes de la cadena de valor. A pesar de que Intel pudo disfrutar de su dominio otros varios años más desde 1999 (Apple lanzó su primer iPhone con arquitectura de ARM en 2007, mientras que TSMC no superó a Intel en fabricación hasta finales de la década del 2010), los accionistas de Intel que compraron hace un cuarto de siglo llevan hasta el día de hoy unas rentabilidades cercanas al cero. La moraleja de la historia es que pensar que la durabilidad de los resultados de Nvidia será mayor que la de Intel en su día es, en mi opinión, ser muy optimista.

contraejemplos claros a este respecto, tales como el reciente período de tres décadas (!) en la bolsa japonesa caracterizado por *valoraciones deprimidas y tipos de interés cercanos al cero*. Desafortunadamente, *los sistemas económicos son más complicados de lo que nos quieren hacer creer nuestros sencillos modelos de valoración por descuento de flujos, que tratan a la tasa de descuento y a la tasa de crecimiento como si fuesen variables independientes entre sí, cuando a nivel agregado no lo son*. Incluso obviando la evidencia empírica anterior, el problema tiene otra debilidad más práctica: aceptar que las valoraciones son altas porque los tipos son bajos equivale a admitir, mirando a la otra cara de la misma moneda, que los rendimientos futuros serán bajos. Como inversor, *esta manera de verlo no es precisamente una perspectiva muy estimulante*.

En cualquier caso, el problema de fondo es que los múltiplos no pueden interpretarse correctamente sin tener una idea sobre el denominador del múltiplo – los beneficios del sector corporativo estadounidense. Tanto el CAPE como los ratios forward precio/beneficio están actualmente distorsionados, pero por motivos distintos. En el caso del primero, la distorsión se debe a que, sea cual sea el horizonte que tomemos, no ha habido, desde la Gran Crisis Financiera, una recesión prolongada de beneficios en la economía estadounidense. El propósito original del CAPE, usar la media de los beneficios de un ciclo económico completo, era que estuviesen representados tanto los años buenos como los malos, con el fin de suavizar los vaivenes del ciclo económico y poder así obtener un múltiplo “normalizado”.

En el caso de los múltiplos forward, la explicación de que no estén en máximos históricos es relativamente sencilla de entender, y se debe a dos hechos. Primero, los beneficios forward son el resultado de agregar las estimaciones de los analistas, que son siempre optimistas – más aún cuando venimos de un entorno en que el crecimiento de los beneficios parece no tener fin. Los analistas, que simplemente extrapolan tendencias en la mayoría de los casos sin mucho pensamiento crítico detrás que las respalden, pecan de un comportamiento similar al de Peppa Pig en la frase con la que abro esta carta, en donde la extrapolación *ad infinitum* es la norma (“*yo siempre seré más alta que George, porque siempre seré mayor que él*”) y las restricciones lógicas y económicas parecen no aplicarse.

En segundo lugar, y como se verá en la siguiente sección, los beneficios corporativos estadounidenses, como proporción del PIB, se encuentran en máximos históricos. Para comprender las causas detrás de dicho fenómeno, introduciré el enfoque teórico que empleamos internamente para analizar la evolución de los beneficios corporativos a nivel agregado. La conclusión del análisis es la siguiente: *no solo los múltiplos sobre beneficios son elevados, como hemos visto, sino que los márgenes de beneficio se sitúan también en niveles récord*. Somos absolutamente agnósticos respecto a si dichos márgenes se contraerán o seguirán expandiéndose en el corto plazo; no obstante, creemos que es perfectamente concebible que una contracción moderada en los márgenes llegue a anular crecimientos en los beneficios en términos absolutos, incluso si el PIB sigue creciendo con normalidad. En otras palabras, no está garantizado, ni mucho menos, que los beneficios se sigan expendiendo a las tasas que lo han venido haciendo en los últimos años.

Finalmente, siguiendo la tradición de las cartas de años anteriores, expondré 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.

La ecuación de beneficios Levy-Kalecki o la irrelevancia de las estimaciones bottom-up

Esta sección desarrolla el esquema teórico que empleamos para pensar sobre los beneficios corporativos a nivel agregado. Es un tema bastante cercano sobre el que he reflexionado durante muchos años, tantos al menos como desde que escribí la [entrada sobre Kalecki en la Wikipedia](#) con unos tiernos veintidós años. No exageraré si digo que es una de las pocas ideas macroeconómicas que ayudan claramente en la gestión de activos; no en el sentido de ofrecer ideas específicas en la gestión del día a día, y menos a un fondo con filosofía bottom-up como es el nuestro, sino en actuar como una brújula que nos ayuda a situarnos en el ciclo económico y a fijar expectativas plausibles sobre el crecimiento de los beneficios.

A pesar de que la ecuación de los beneficios tiene unos 100 años ya a sus espaldas, es increíble todavía constatar que la manera que tiene Wall Street (y los economistas académicos) de pensar sobre los beneficios agregados es, por decirlo de forma suave, extraordinariamente rudimentaria. Aunque ha habido algunas notables excepciones a esta regla en las últimas dos décadas,² dicha manera consiste en realizar un simple (¿simplista?) análisis bottom-up, agregando las estimaciones que tiene el mercado sobre cada uno de los integrantes del índice – el S&P500, por ejemplo. Dicha forma de proceder no solo sufre del inevitable sesgo optimista, explicado en la introducción, que tienen por naturaleza los analistas del sell-side, sino más fatalmente de un problema lógico conocido como “falacia de composición”. Este problema surge naturalmente en sistemas complejos cuando *el conjunto de un sistema es diferente a simplemente la suma de sus componentes individuales*. Las economías, llenas de transacciones, agentes y sectores diversos operando entre ellos, son un terreno fértil para que un observador externo al sistema cometa este tipo de errores de razonamiento. Por poner un par de ejemplos sencillos, los salarios suponen un coste para una empresa individual, pero dichos salarios representan poder de compra y beneficios potenciales para otras empresas. O el hecho de que la inversión de una empresa en maquinaria no tiene impacto en su cuenta de resultados, ya que el activo se amortizará en los años siguientes, mientras que para la empresa que vende dicha maquinaria aumentará los beneficios en el momento. Dicho de otro método, ¿podemos consolidar todas estas transacciones en unos pocos conceptos agregados que nos faciliten entender su impacto sobre la evolución de los beneficios a nivel macroeconómico?

La respuesta la dieron de manera independiente dos economistas, Jerome Levy y Michał Kalecki, en las décadas de 1920 y 1930, respectivamente. Partiendo de esquemas teóricos muy diferentes, a través de manipulaciones contables llegaron a una sencilla ecuación que relaciona el nivel de los beneficios agregados con el de otras macromagnitudes. Si partimos de la definición del producto interior neto por el lado de las rentas y por el lado de los ingresos, y suponemos por el momento una economía sin comercio exterior y sin gobierno, la identidad contable queda como sigue:

$$\text{Salarios} + \text{Beneficios} = \text{Consumo} + \text{Inversión neta}$$

La inversión neta es la inversión tanto de los hogares (en activos residenciales, mayoritariamente) como de las empresas, y neta de depreciación – es decir, los gastos en

² Para aquellos que busquen algo de bibliografía sobre el tema, la mejor introducción de la ecuación de los beneficios es todavía la realizada por David Levy y sus colaboradores hace ya muchos años, [Where Profits Come From](#). Philosophical Economics, [en un post de hace doce años](#), explica algunos de los detalles para reconstruir la ecuación con datos reales. Finalmente, James Montier ha utilizado durante años la ecuación en diversos artículos, tanto para Estados Unidos ([aquí](#) y [aquí](#)) como para [Japón](#).

inversión bruta tienen que ser superiores a la depreciación de capital (consumo de capital, en la terminología de la contabilidad nacional) para que la inversión neta sea un término positivo. Si asumimos por el momento que los hogares no ahorran nada, es decir, que los salarios son iguales al consumo, la anterior ecuación se reduce a:

$$\text{Beneficios} = \text{Inversión neta}$$

Ahora bien, la anterior ecuación es una identidad contable, un truísmo lógico que siempre se satisface, pero que no nos permite determinar en qué dirección funciona la causalidad – ¿es la inversión la que determina el volumen de beneficios, o es a la inversa? La intuición nos llevaría a pensar que son los beneficios los que determinan el volumen de inversión, ya que nunca ha existido una empresa que con el simple acto de invertir genere más beneficios instantáneamente. Sin embargo, este es otro claro ejemplo de la falacia de la composición – lo que es verdad a nivel individual puede no serlo para el sistema en su conjunto. Como explicó Kalecki brillantemente usando una terminología ligeramente diferente a la empleada aquí:

“La respuesta a esta pregunta depende de cuál de estos dos factores está directamente sujeto a las decisiones de los capitalistas. Ahora bien, está claro que los capitalistas pueden decidir invertir y consumir más en un período dado de tiempo que en el anterior, pero no pueden decidir el ganar más. Por lo tanto, sus decisiones sobre inversión y consumo determinan las ganancias, y no a la inversa”.³

Adicionalmente, podemos liberar el supuesto de que todos los salarios se consumen, dejando a los hogares la posibilidad de ahorrar, con lo que la ecuación quedaría:

$$\text{Beneficios} = \text{Inversión neta} - \text{Ahorro de los hogares}$$

Uno podría pensar ingenuamente que unos salarios mayores tienen un impacto negativo automático sobre los beneficios, pero como se puede ver en la ecuación anterior el nivel de los salarios no juega por sí solo ningún papel. Si los hogares deciden consumir todos los salarios recibidos, el término del ahorro de los hogares en la anterior expresión sería cero y volveríamos a la sencilla ecuación de partida; *son las decisiones de ahorro de los hogares, y no los salarios, las que acaban determinando el impacto sobre los beneficios.*

Finalmente, si introducimos un gobierno y un sector exterior la forma más general de la ecuación queda como sigue:

$$\begin{aligned} \text{Beneficios después de impuestos} = & \text{Inversión neta} - \text{Ahorro de los hogares} \\ & + \text{Déficit fiscal} - \text{Déficit cuenta corriente} + \text{Dividendos} \end{aligned}$$

Respecto a los tres términos recién incluidos, es importante añadir las siguientes consideraciones. El déficit fiscal actúa como generador de beneficios, y puede llegar a ser un componente importante de estos últimos, tal y como ha ocurrido en Estados Unidos en las dos últimas décadas. El saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos es también un determinante de los beneficios totales, pero a diferencia de los déficits fiscales, los déficits exteriores detraen de los beneficios de una economía – son beneficios que fluyen a empresas de otros países. Dado que los déficits/superávits por cuenta corriente suelen estar en rangos menores al 3% del PIB en la mayoría de los países, el sector exterior no suele ser un gran

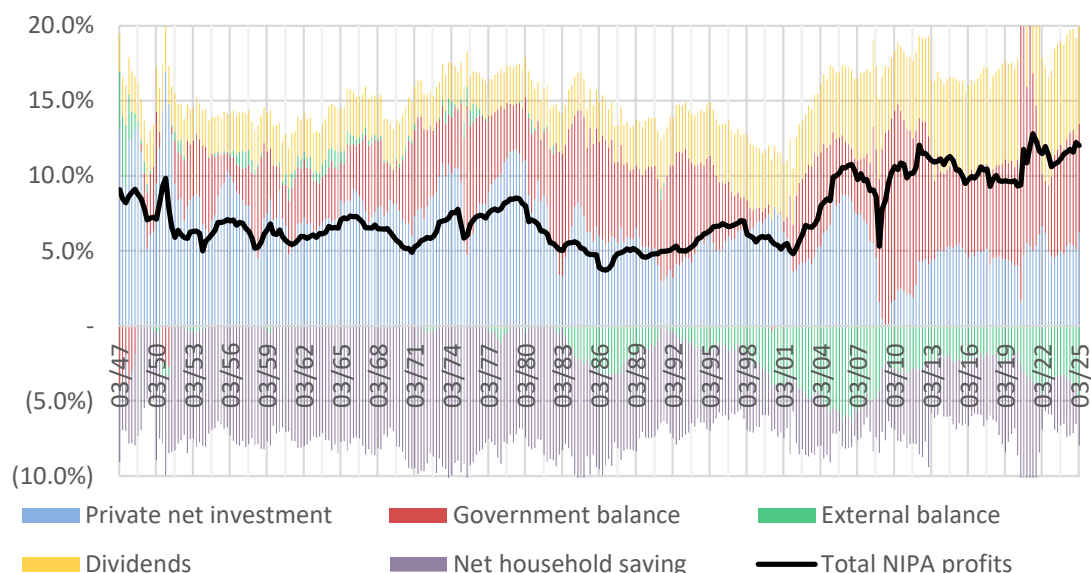
³ Kalecki, M. (1956), *Teoría de la Dinámica Económica: Ensayo Sobre los Movimientos Cíclicos y a Largo Plazo de la Economía Capitalista*, Fondo de Cultura Económica, p.47.

contribuidor a la generación de beneficios, aunque ha habido algunas excepciones importantes – como el caso de Estados Unidos en el período del 2004 al 2008. Finalmente, los dividendos son la fuente más contraintuitiva de todas, pero la explicación es sencilla. A nivel individual, los dividendos no aparecen como coste en la cuenta de resultados de una empresa, sino como salida de efectivo en el estado de flujos de caja, con lo que un aumento en el pago de dividendos no tiene ningún impacto en los beneficios de una empresa. Sin embargo, al repartirse, los dividendos (que, de nuevo, no son un coste) pueden consumirse, aumentando el beneficio para otras empresas; si se ahorrasen en su totalidad, el aumento de los dividendos sería igual en la ecuación al aumento del ahorro de los hogares, cancelándose ambos términos y dejando los beneficios macroeconómicos sin cambios.

La ecuación de beneficios tiene dos ventajas obvias respecto a los esquemas bottom-up tan ampliamente utilizados. La primera es que es internamente coherente (sin cometer falacias de composición), enseñándonos la evolución de los beneficios a la luz del comportamiento del resto de las variables del sistema. En segundo lugar, los sistemas de contabilidad nacional son series homogéneas que abarcan largos períodos de tiempo, permitiendo enmarcar el análisis en un contexto histórico más amplio.

La ecuación también tiene *la ventaja de señalarnos claramente cuáles son los determinantes directos en la generación de beneficios de una economía; cualquier otro factor causal tiene que fluir a través de alguna de estas variables, de lo contrario su impacto en los beneficios sería nulo*. Factores tales como el grado de monopolio de una economía o los incrementos de productividad suelen ser las principales explicaciones a los que recurre la gente para entender la evolución de los beneficios a largo plazo. Desde el enfoque teórico de la ecuación de los beneficios, es claro que dichas explicaciones, además de no estar basadas la mayoría de las veces en evidencia fácilmente contrastable, pecan de ser metodológicamente reduccionistas. Por ejemplo, Jeremy Grantham, el fundador de la gestora GMO, afirmaba en una frase, ya famosa, en la [carta de julio de 2004](#) que “[l]os márgenes son la serie que más sistemáticamente revierte a la media en las finanzas. Como solemos decir en GMO: «¡Si los márgenes de beneficio no revierten a la media, el capitalismo está roto!». Los márgenes elevados deben atraer competencia —y siempre lo han hecho—, y esa competencia hará que los márgenes disminuyan.” Como veremos, los márgenes de beneficios en Estados Unidos llevan casi un cuarto de siglo sin revertir a la media, y no parece que el “capitalismo esté roto” – la explicación más prosaica es que el volumen de dividendos y el déficit fiscal actual son más elevados que nunca.

Con estos prolegómenos, podemos pasar a trabajar con números reales. Para la economía estadounidense, el gráfico mostrando la evolución histórica de los beneficios corporativos desde 1947 en base a la descomposición de Levy-Kalecki es como sigue:



Beneficios empresariales agregados de Estados Unidos como % del PIB y descomposición de acuerdo con la ecuación de beneficios Levy-Kalecki, desde el 1Q'47 hasta el 1Q'25. Fuente: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

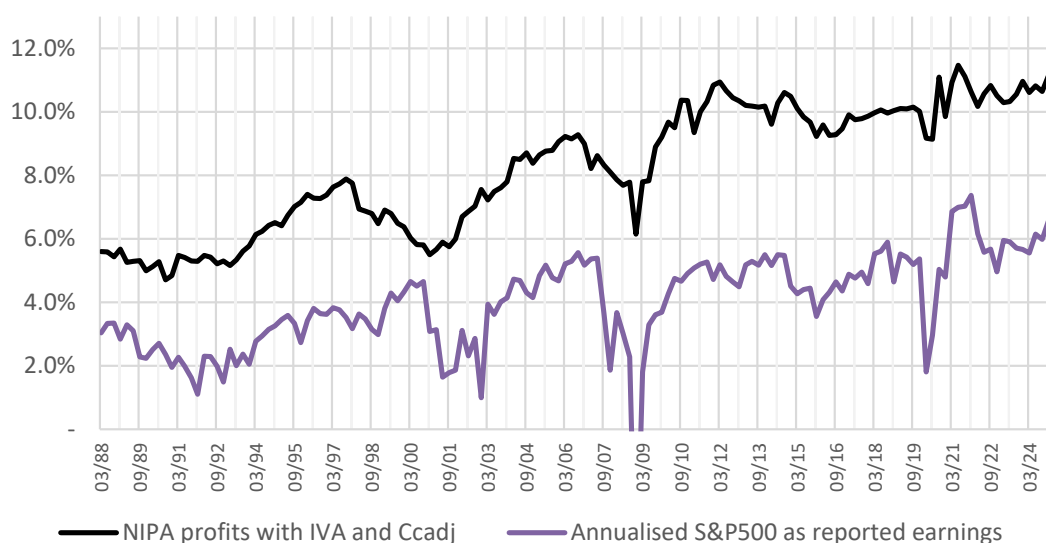
Las columnas positivas indican contribuciones a los beneficios (por ejemplo, los déficits fiscales o los dividendos), mientras que las negativas muestran detracciones (como un déficit exterior). Como refleja el gráfico, durante la segunda mitad del siglo XX los beneficios corporativos fluctuaron entre el 5% y el 10% del PIB, sin ninguna tendencia clara a largo plazo.⁴ De hecho, a finales de siglo el margen se situaba en uno de los niveles más bajos, alrededor del 5%. Fue esa aparente estabilidad la que llevó a [Buffett afirmar en 1999](#) que “[e]n mi opinión, hay que ser tremendamente optimista para creer que los beneficios empresariales como porcentaje del PIB pueden mantenerse muy por encima del 6 % durante un periodo prolongado.” En los últimos veinte años, sin embargo, la afirmación ha envejecido mal y la realidad ha sido bien distinta. Desde la crisis del 2007, la participación de los beneficios se ha prácticamente duplicado, hasta situarse alrededor del 11%. El periodo post-Covid solo ha reforzado la dinámica anterior, dejando los márgenes en el punto más alto de la historia.

La segunda lectura del gráfico revela la evolución de los diferentes componentes a lo largo del tiempo. Durante las décadas de 1950 y 1960, la principal fuente de beneficios fue la elevada inversión del sector privado (empresas y hogares), complementada por unos déficits fiscales de alrededor del 2%. Por el contrario, el elevado ahorro de los hogares actuó como el mayor detractor, mientras que el sector exterior registraba modestos superávits – una situación que no se ha vuelto a ver desde la caída del sistema de Bretton Woods a principios de 1970 y por la posición permanente de Estados Unidos como deudor frente al resto del mundo. Más recientemente, los beneficios han estado soportados por crecientes déficits fiscales y los dividendos, que han más que contrarrestado la débil inversión neta del sector privado y los moderados déficits exteriores.

Las series agregadas son útiles porque permiten poner techo a los beneficios de las empresas del S&P500, ya que por definición los beneficios de estas no pueden exceder a los de la

⁴ Los beneficios corporativos no incluyen las “rentas mixtas”, que proceden de negocios que no tienen la forma de una corporación, tales como negocios de un solo propietario o *partnerships*. Dado que en estos negocios es difícil separar el valor añadido entre rentas del trabajo y rentas del capital, las rentas mixtas son una partida diferente a la de los salarios y a la de los beneficios corporativos en la contabilidad nacional.

economía en su conjunto.⁵ En el gráfico siguiente se muestra la evolución histórica de los beneficios agregados (beneficios NIPA) frente a los beneficios reportados por las compañías del S&P 500:



Beneficios empresariales agregados de Estados Unidos (NIPA) y beneficios de las empresas del S&P500 como % del PIB, desde el 1Q'88 hasta el 1Q'25. Fuente: Bureau of Economic Analysis, S&P Global y elaboración propia.

Como puede apreciarse, ambas series han evolucionado de manera parecida a lo largo del tiempo; las diferencias en la evolución de las series a corto plazo han obedecido fundamentalmente a la definición de beneficios que usa cada serie. Por ejemplo, una divergencia notable fue la del período del 2000 al 2002, cuando las empresas del S&P presentaron caídas mayores de beneficios como consecuencia de las revisiones negativas de muchas inversiones cotizadas que tenían en balance y valoradas a precios de mercado, partidas que, por definición, no están incluidas en las series de la contabilidad nacional. Sin embargo, lo más llamativo del gráfico es que los beneficios de las empresas del S&P500 siguen representando aproximadamente el 50% de los beneficios totales de la economía estadounidense, una proporción que apenas ha variado en las últimas tres décadas. Pese a la gran dispersión interna del índice (los gigantes tecnológicos han acaparado una parte desproporcionada del crecimiento en beneficios en los últimos cinco años), el crecimiento de los beneficios del índice se ha mantenido en línea con el resto de la economía – en otras palabras, el desempeño operativo reciente del S&P500 no tiene nada de especial, por mucho que los titulares que leemos a diario quieran hacernos creer lo contrario.

El anterior análisis en términos de proporciones respecto al PIB nos ofrece una perspectiva correcta sobre el crecimiento de los beneficios en los últimos años y, lo que es más importante, sobre el riesgo a la baja si los márgenes se moderan. Por poner algunos números, una contracción del margen del 2% (del 11% al 9%) a lo largo de cinco años implicaría una caída absoluta de beneficios de más de 600 mil millones de dólares. En tal

⁵ Hay otras diferencias metodológicas que no entraré a discutir aquí, tales como el tratamiento contable de la depreciación del capital fijo y de los inventarios, que es diferente en la contabilidad nacional a los criterios GAAP. Adicionalmente, los beneficios de las empresas del S&P500 pueden estar afectados por la revalorización de ciertos activos financieros valorados a valor de mercado, mientras que los beneficios de la contabilidad nacional solo incluyen partidas relacionadas con la producción. Finalmente, los componentes del S&P500 tienen beneficios en el extranjero, mientras que los beneficios de la contabilidad nacional solo recogen los producidos dentro de las fronteras de EEUU.

escenario, incluso con un crecimiento del PIB del 3% anual, los beneficios agregados se mantendrían sin cambios durante este período de tiempo. No se trata de una predicción, sino de un simple ejercicio numérico que muestra hasta qué punto una variación en el margen puede condicionar el crecimiento de los beneficios en el corto plazo.

Para no alargar más esta sección, resumiré las ideas claves. Las valoraciones del mercado bursátil estadounidense se sitúan en máximos históricos y, en consecuencia, los retornos futuros deberían ser anormalmente bajos, *salvo que asistamos a nuevas expansiones en el múltiplo o a crecimientos elevados de los beneficios*. Aunque lo primero no es descartable, el segundo factor se enfrenta a niveles de márgenes muy exigentes. En las siguientes secciones explicaré cómo ha evolucionado el posicionamiento del Fondo durante el año y dónde he identificado oportunidades en este entorno tan complejo. A riesgo de reincidir en el mismo error que han cometido tantos gestores activos durante la última década, creo firmemente que *el escenario actual de valoraciones elevadas y concentración extrema será precisamente el más favorable* para aquellos gestores activos que aporten algo diferente y que seleccionen compañías con criterio y paciencia.

Principales inversiones y desinversiones realizadas durante el año

La rotación de este año entre las posiciones con un peso superior al 4% en el Fondo ha sido baja, en línea con el horizonte de inversión del vehículo de tres a cinco años. Las únicas grandes incorporaciones han sido las posiciones de Molina Healthcare y PulteGroup, mientras que no ha habido ninguna desinversión de posiciones de por encima del 4%. El resto de movimientos entre las principales posiciones obedecieron al cambio en los precios de mercado y, en un único caso, a que la empresa que teníamos fue adquirida y ha dejado de cotizar (Mr. Cooper).

Las principales incorporaciones a la cartera fueron, por orden alfabético, American Coastal, CarMax, Elevance Health, Molina Healthcare, Private Bancorp y PulteGroup. Las tesis sobre las aseguradoras de salud, dada su relevancia en el Fondo, se desarrollan con detalle en el anexo de esta carta; a continuación, añado unas pocas líneas sobre el resto.

American Coastal (ACIC) es una aseguradora con operaciones exclusivamente en Florida, especializada en asegurar edificios de apartamentos frente a vientos – huracanes o tormentas tropicales. Aunque, a primera vista, el negocio puede parecer dependiente a la inclemencia de la aleatoriedad meteorológica, el historial de la compañía demuestra lo contrario. Como siempre explica Buffett, en el negocio asegurador no existen “malos riesgos”, simplemente primas mal ajustadas. Los activos asegurados por ACIC han sufrido históricamente pérdidas muy inferiores a las de otras clases de activos inmobiliarios, al ser más modernos, de baja altura y no estar situados en primera línea de playa. Adicionalmente, el presidente y fundador de la compañía lleva más de 20 años asegurando el mismo tipo de edificios y de riesgos en Florida. Considero que nuestro capital está en buenas manos con él, ya que incluso en los años que ha habido grandes huracanes, la empresa no ha perdido dinero. Con una capitalización bursátil ligeramente superior a los 600 millones de dólares y un patrimonio neto de 330 millones de dólares, la acción cotiza a menos de dos veces valor en libros. Con ROEs normalizados superiores al 25% (actualmente son del 40%) y unos modestos crecimientos esperados, creo que es una oportunidad razonable para obtener retornos de doble dígito y, además, absolutamente descorrelacionada del ciclo económico.

Private Bancorp (PBAM) es un banco comercial con sede en La Jolla, California, centrado en clientes de elevada riqueza (UHNW), profesionales, empresas familiares y promotores inmobiliarios en la costa sur de California. Desde la llegada del equipo directivo actual en 2018, PBAM se ha consolidado entre los bancos más rentables de todo Estados Unidos, con un ROA y ROE actuales del 1,8% y del 18%, respectivamente. Bien gestionados, los bancos californianos son franquicias extraordinariamente lucrativas por el elevado volumen medio de depósitos por sucursal y la abundancia de pequeñas empresas locales (y cuyo número es mayor que la suma combinada de San Antonio, Dallas y Houston) que suelen estar insuficientemente atendidas por la banca de mayor tamaño. Con una base de activos aún reducida, de unos 2.500 millones de dólares, el potencial de crecimiento hasta alcanzar la brecha de los 10.000 mil millones es significativo. Dada la modesta valoración de 1,3 veces valor en libros, estimo que la inversión debería ofrecer TIRs del 12-15% para los próximos años.

Finalmente, PulteGroup es la tercera empresa de construcción residencial de Estados Unidos por número de viviendas entregadas. La tesis sobre Pulte es similar a la que hemos venido defendiendo para las grandes constructoras desde 2022: déficit estructural de oferta de vivienda, moderadas economías de escala que favorecen a las empresas más grandes, negocio sin riesgo de obsolescencia tecnológica, balances con muy poco apalancamiento financiero, elevadas rentabilidades sobre el capital y políticas de asignación de capital racionales. Al igual que en el caso de PBAM, Pulte debería proporcionarnos rentabilidades de doble dígito bajo en los próximos años bajo supuestos conservadores – es decir, RNOAs por debajo del 20%.

Las principales desinversiones realizadas durante el año fueron Atkore International, Lithia Motors y OSB. Esta última, que incorporamos a finales del 2023 tras las fuertes caídas de aquel año, la hemos vendido con ganancias, gracias a los dividendos de doble dígito recibidos y a la revalorización del múltiplo – pasando de 0,64 veces el valor en libros, nuestro precio de compra medio, a 0,75 veces. Desde el precio de venta, la acción ha continuado subiendo y, en retrospectiva, es obvio que la salida de la cartera fue prematura. Sigo siendo escéptico respecto a la diversificación de la entidad hacia verticales distintos al buy-to-let; aun así, la valoración seguía dejando un margen de seguridad razonable, dado que el banco debería seguir generando ROEs por encima del 12%. La aceptable TIR que hemos obtenido en esta inversión, superior al 20%, se ha debido más al acierto con el punto de entrada que con la mediocre estrategia de salida.

En el caso de Atkore y de Lithia, los resultados han quedado muy por debajo de las expectativas que tenía – especialmente con Atkore, vendida con una pérdida del 30%. En ambos casos, *cometí fundamentalmente dos errores*. Primero, sobrestimar los beneficios normalizados de ambas compañías en un entorno post-Covid. Segundo, subestimar el impacto de la mala política de adquisiciones que han realizado ambas empresas en los últimos tres años, pagando valoraciones elevadas por activos con un crecimiento modesto. El capital de Lithia se ha reciclado parcialmente en acciones de otra empresa del mismo sector que ha sido más comedida con las adquisiciones y que ha seguido recomprando acciones a precios atractivos (AutoNation). En el caso de Atkore, el capital se ha reinvertido en un sector totalmente diferente (seguros).

Estructura de la cartera

Pasando a las principales métricas de la cartera, el Fondo tiene, a 31 de diciembre, un porcentaje en caja del 10,1%, estando el resto invertido como sigue: renta variable un 72,7%, renta fija 0%, situaciones especiales un 13% y acciones preferentes un 3,1%. Por geografías, nuestro principal peso lo recoge Norteamérica (66%), seguida de Europa (14,2%), Oriente Medio (6%) y África (2,6%). Exceptuando las compañías catalogadas como “situaciones especiales”, 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 (RNOA). Adicionalmente, 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 negocios en algunos casos defensivos, 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 se ha reducido drásticamente durante el año, y actualmente tenemos una exposición a crédito nula. Dado que la construcción de la cartera se basa exclusivamente en las características individuales de cada título, es imposible prever si el peso de la renta fija subirá durante el próximo año, *aunque sí puedo afirmar que, si los diferenciales crediticios se mantienen en los niveles actuales, la posibilidad de encontrar créditos con rentabilidades cercanas al objetivo del Fondo y riesgos moderados es extraordinariamente baja*. Al final, la renta fija es una clase de activo en donde la dispersión de rentabilidades es menor que en renta variable, con lo que las posibilidades de encontrar un crédito con un precio incongruente son también menores.

La parte invertida en acciones estadounidenses tiene la divisa parcialmente cubierta, mientras que la 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. De hecho, la depreciación del dólar ha pesado algo en los resultados de este año, tal y como mencioné en la introducción, pero creo que simplemente es el precio que tenemos que pagar los inversores denominados en euros. Al mismo tiempo, al tener un horizonte de largo plazo la cobertura total de la divisa sería un coste muy alto.

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

Northeast Bank (NBN:US)

Northeast Bank (NBN:US) continúa siendo, un año más, la principal posición de nuestra cartera de renta variable a largo plazo. Para aquellos no familiarizados con la tesis detrás de este banco regional estadounidense de pequeña capitalización, la expuse en detalle en la [carta del primer semestre del 2023](#); [en la carta de cierre de ese mismo año](#), profundicé en los elementos cualitativos que han permitido a Northeast colocarse entre los bancos regionales con mejores rentabilidades; finalmente, expliqué en [la carta de hace un año](#) algunas de las recientes avenidas de crecimiento, como el negocio de préstamos SBA.

A diferencia 2024, 2025 ha sido un año discreto para la cotización de la acción, habiendo cerrado prácticamente plana en los últimos doce meses. Operativamente, la realidad ha sido bien diferente. El banco cerró 2025 (ejercicio fiscal finalizado en junio) con una rentabilidad media sobre los activos (ROA) del 2,3% y una rentabilidad media sobre los fondos propios (ROE) del 19,2%, ambas superiores a las registradas un año antes. Los ratios de eficiencia se han situado en niveles por debajo del 40%, las pérdidas crediticias (excluyendo el negocio SBA) han sido mínimas un año más y, como se puede comprobar en la diferencia entre el ROA y el ROE, el banco ha seguido operando con un balance conservador. Como consecuencia, el valor contable por acción ha pasado de 46 a 58 dólares, representando un robusto crecimiento del 26%.

El pobre desempeño de la acción se ha debido a tres factores. El primero ha sido la ausencia de operaciones relevantes en la compra de carteras de préstamos.⁶ El equipo directivo ha reiterado en las últimas actualizaciones trimestrales que el volumen de oportunidades está siendo elevado, como consecuencia de la mayor actividad de adquisiciones. Sin embargo, también han dejado muy claro que van a seguir siendo disciplinados con los precios que ofrecen, y que al ser un negocio de “todo o nada”, o bien se quedan con el paquete de préstamos, o bien lo gana otro adquiriente que haya ofertado un precio más atractivo.

El segundo factor ha sido la desaceleración del negocio de pequeños préstamos SBA, provocada por el cierre temporal del gobierno federal estadounidense en octubre y buena parte de noviembre, que impidió formalizar el cierre de los préstamos al tratarse de una agencia federal. Aunque en el cómputo general los importes parecen pequeños (la SBA estimaba que fue incapaz de conceder préstamos por importe de solamente [5.300 millones de dólares](#)), el impacto para las cuentas de Northeast ha sido algo mayor, ya que el banco, además de ser pequeño, ha adquirido una cuota de mercado significativa en este nicho. Los beneficios de este vertical pueden no ser duraderos, pero los elevadísimos ROEs que genera al ser “ligero en capital” (las plusvalías por la venta parcial de los préstamos originados aportan el capital necesario para mantener la parte retenida) ayudarán en los próximos años al crecimiento del valor en libros.

Finalmente, 2025 ha sido un año discreto para el sector bancario en su conjunto: las valoraciones de muchos bancos han corregido tras las notables revalorizaciones de 2024. En el caso de Northeast, la acción ha pasado de cotizar de 2 veces valor en libros a cerca de 1,7 veces: el fuerte crecimiento del valor en libros durante el año ha quedado prácticamente

⁶ Al poco de escribir estas líneas, el banco cerró una operación significativa antes del cierre del año por importe de 525 millones de dólares.

compensado por la contracción del múltiplo, dejando el precio por acción en niveles similares a los del año anterior.

Ni que decir tiene que ninguna de estas razones ha alterado mi convicción sobre el negocio; de hecho, hemos adquirido algunas acciones más durante el año. En primer lugar, no tengo ninguna duda que Rick, Pat y su equipo cerrarán, en un futuro cercano, compras significativas de préstamos a rentabilidades atractivas. La ausencia de operaciones recientes es, en realidad, *una muestra más de la elevada disciplina del equipo directivo, y no de la falta de oportunidades*. Respecto al negocio SBA, aunque sigo siendo escéptico a largo plazo, anticipo una recuperación de los volúmenes en los próximos trimestres. Finalmente, el “sentimiento del mercado” alrededor de los bancos regionales es irrelevante para nuestra tesis ya que, según mis estimaciones, el banco seguirá capitalizando a tasas del 15-20% en condiciones normales – y con un riesgo limitado. Y si los múltiplos siguen contrayéndose, *el equipo directivo ha demostrado en el pasado ser de los pocos en todo Norteamérica que entiende todas las palancas de la asignación de capital (tanto las emisiones como las recompras de acciones) para crear valor*.

Empresas de seguros de salud en Estados Unidos: Elevance Health (ELV:US), Molina Healthcare (MOH:US)

La incorporación más relevante este año ha sido la dos empresas de seguros de salud estadounidense: Elevance Health (ELV:US) y Molina Healthcare (MOH:US). Dada la importancia conjunta de estas posiciones en el Fondo, que asciende a alrededor de un 10%, y que se trata de una tesis que no he explicado anteriormente, le dedicaré más espacio que al resto de nombres.

Es interesante señalar que el Fondo tuvo posiciones tanto en Centene Corporation (CNC:US) como en Elevance hace unos años y que ambas se liquidaron, afortunadamente, con beneficios. La inminente redeterminación del Medicaid por aquel entonces fue sin duda una de las razones que me empujaron a la venta, aunque no sospechaba que las caídas iban a ser tan severas – la mayoría de las acciones del sector cotizan actualmente a los niveles de hace cinco años.

La tesis a largo plazo sobre las aseguradoras de salud lleva tiempo siendo bien conocida por la comunidad inversora. El sector disfruta de vientos de cola estructurales derivados del crecimiento poblacional y de unas necesidades sanitarias per cápita cada vez mayores. Adicionalmente, para aquellas aseguradoras con exposición a la parte gubernamental (que, de entre los grandes participantes, son todas, excepto Cigna), la creciente penetración del Medicaid y Medicare gestionado por empresas privadas es el último viento de cola a considerar. La conjunción de estos tres factores les ha permitido alcanzar crecimientos de beneficios en el entorno del 8-11% de manera consistente durante la última década – y ello sin tener en cuenta el crecimiento adicional derivado de adquisiciones o de recompras de acciones.

Este algoritmo se ha visto alterado por los impactos de la pandemia sobre el sistema sanitario. Para entenderlos, conviene centrarse en el caso del Medicaid. En condiciones normales, los distintos estados (que son los responsables de la implementación del Medicaid en su territorio) realizan anualmente un proceso conocido como “redeterminación” para verificar si una persona sigue cumpliendo los requisitos (tales como nivel de ingresos,

composición del hogar o domicilio) para permanecer en el programa. La pandemia alteró este proceso, y como consecuencia de la emergencia sanitaria se impuso una protección de cobertura continua, mayores facilidades para inscribirse y la suspensión de las redeterminaciones. En otras palabras, la gente seguía entrando en el programa, pero no salía. Como consecuencia, el número de vidas cubierto por Medicaid (incluyendo el programa para niños, CHIP) pasó de unos 70,6 millones de personas en 2019 a 92,4 millones en 2022.

El proceso de redeterminaciones se reanudó en 2023 y, desde entonces, la afiliación a Medicaid ha caído en consonancia, registrando 79,6 millones de asegurados en el 2024 – y, si miramos a los números parciales que tenemos de 2025, estos muestran una caída adicional, aunque de menor magnitud.

La reactivación de las redeterminaciones no solo ha provocado una caída sustancial de la afiliación, con el consiguiente impacto de la menor dilución de los costes fijos de las aseguradoras. Ha provocado también la salida de asegurados más sanos y de menor coste, dejando atrás una cohorte menor y más enferma, elevando la utilización de servicios de elevado coste tales como salud mental, atención especializada y medicamentos más caros. No solo los costes medios per cápita han aumentado, sino que las primas que cobran las aseguradoras (“tasas de capitación”, primas fijas mensuales que reciben por asegurado) no se han ajustado todavía a esta nueva realidad.

La fijación de precios en Medicaid es clave para entender el ciclo de la industria y el devenir de nuestras dos inversiones. Por ley, las tasas de capitación deben ser “actuariamente sólidas”, es decir, fijadas para cubrir “todos los costes razonables y apropiados” de los servicios y las poblaciones cubiertas. Aunque este principio data de al menos 1981, entre 1981 y 2002 las normas sólo establecían un techo tarifario, equivalente al coste que tendría el gobierno si prestase los mismos servicios a una “población actuariamente equivalente”, pero sin establecer un suelo. En 2002, dicho techo fue sustituido por un estándar actuarial más riguroso: las tarifas deben fijarse “de acuerdo con principios y prácticas actuariales generalmente aceptados, apropiados para la población y los servicios cubiertos, y certificados por un actuario cualificado”. Finalmente, en 2016, la norma se actualizó para exigir que “los actuarios estatales desarrollen y apliquen factores de tendencia a los datos base usando la experiencia real de Medicaid”.⁷

Las tasas de capitación se calculan con carácter prospectivo a 12 meses y deben presentarse 90 días antes de la fecha de inicio del nuevo contrato para su aprobación. Al determinarlas, cada estado incorpora factores como costes base, celdas tarifarias (subgrupos dentro de la población cubierta), proyecciones de costes, alcance de las prestaciones, así como cualquier disposición contractual especial. Las tarifas deben “ser suficientes para permitir a las organizaciones de atención administrada gastar al menos el 85% de los ingresos totales por capitación en servicios cubiertos y no más del 15% en otras actividades, como administración del plan y beneficio”. En la práctica, este marco se ha traducido en ratios de costes médicos (MCRs) en el rango del 87%–90%, costes administrativos del 7% y márgenes netos del 2%–4%.

Una vez entendido este esquema, *resulta claro que, una vez que los estados incorporen las tendencias recientes de gasto en las primas para restablecer la solidez actuarial, las*

⁷ Para más detalles, este [documento introductorio](#), de donde proceden las citas anteriores, es muy útil.

aseguradoras percibirán mayores ingresos por afiliado. Esto debería reducir los elevados MCRs actuales por debajo del 90% y restaurar márgenes en los próximos 24 meses.

En los mercados individuales de seguro privado subvencionados por el gobierno (los *marketplaces*, o ACA), la dinámica es análoga a la de Medicaid: las aseguradoras han afrontado un aumento de costes y una cartera de riesgo más enferma. Durante 2023–2024, muchos exafiliados de Medicaid, que quedaron fuera en la ola de revisiones, migraron a los mercados individuales, deteriorando la morbilidad agregada. Recientemente, la amenaza de que la administración Trump no renueve determinadas subvenciones a finales de año ha añadido ruido adicional. En cualquier caso, la recuperación plena de los mercados individuales no constituye el eje central de la tesis ni para Elevance ni para Molina.

Elevance es la segunda aseguradora por tamaño en Estados Unidos, con cerca de 45 millones de asegurados y presencia en el segmento de seguros privados, Medicaid, Medicare y en los mercados individuales. Molina, en cambio, es un competidor más pequeño, ya que su negocio está casi exclusivamente concentrado en Medicaid, sin presencia alguna en el segmento privado. Dado que Molina es menos conocida, aportaré a continuación algunos detalles adicionales sobre su negocio y la valoración que manejo.

Molina opera en 21 estados y cuenta con 5,6 millones de afiliados, repartidos entre Medicaid (4,6 millones), Medicare (0,3 millones) y mercado individual/ACA (0,7 millones), con un claro foco en poblaciones de bajos ingresos. California, Washington y Texas son los únicos estados donde Molina genera más del 10% de sus ingresos por primas. A nivel nacional, Molina tiene una cuota de mercado del 7%, lo que la sitúa como el cuarto operador más grande del país; si se considera únicamente los estados donde está presente, su cuota sube hasta el 11%.

Esta huella geográfica concentrada es relevante, ya que los estados asumen riesgos operativos y reputacionales al externalizar programas sanitarios a proveedores nuevos o pequeños; Molina es una de las empresas que los administradores estatales prefieren para limitar esos riesgos potenciales. Una muestra de la buena reputación de Molina en los estados son las tasas de éxito que el equipo directivo suele citar desde 2019: un 80% en adjudicaciones nuevas y un 90% en renovaciones de contrato, muy por encima de sus competidores, que normalmente rondan el 60–70%.

El enfoque vertical y la cobertura geográfica concentrada se traducen en una estructura de costes ajustada, lo que convierte a Molina en uno de los proveedores más eficientes de la industria. Su ratio de gastos de administración y generales sobre primas se sitúa entre los más bajos del sector (alrededor del 7% para la compañía combinada, menor en Medicaid), y sus MCRs han sido entre 200–300 puntos básicos inferiores a los de sus competidores desde 2018. Esto es relevante porque la mayoría de sus contratos son capitados; al ser un proveedor de bajo coste, Molina puede retener parte de la diferencia. Digo “parte” porque los estados establecen además “corredores” que garantizan un gasto mínimo en prestaciones para evitar que los planes obtengan beneficios excesivos, al tiempo que limitan las pérdidas si los costes sanitarios suben más de lo esperado. En resumen, *los corredores suavizan oscilaciones extremas en los MCRs imponiendo límites a ganancias o pérdidas fuera de cierto rango.*

En términos de valoración, Molina ha obtenido históricamente un beneficio operativo neto por miembro de entre 150-200 dólares.⁸ Si asumimos un beneficio operativo neto de 180 dólares por miembro normalizado, el beneficio neto operativo agregado sería de 1,260 millones de dólares al año, o unos 1,000 millones de beneficio residual operativo si asumimos una tasa de descuento del 8% para unos activos operativos netos de 3,400 millones. Con una modesta tasa de crecimiento del 2%, la aseguradora debería valer en este escenario unos 17,000 millones; incorporando el valor de las inversiones en balance y la deuda financiera neta, el valor para los accionistas ascendería a unos 19,000 millones, alrededor de 380 dólares por acción. El propósito de estos números no es ser “precisamente correcto”, como diría Keynes, sino ilustrar *el amplio margen de seguridad frente al precio actual de 165 dólares por acción*.

Por último, dada la naturaleza relativamente contracíclica del negocio, no solo creo que la rentabilidad de ambas acciones superará con creces a la de los índices en los próximos cinco años, sino que también lo harán con un perfil de riesgo mucho más favorable.

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

Nuestra inversión en concesionarios en Estados Unidos sigue siendo, un año más tarde, una exposición relevante en el Fondo, en torno al 9%, concentrada en dos posiciones: Asbury Automotive (ABG:US) y AutoNation (AN:US). Lithia Motors, la tercera posición que teníamos el año pasado, ya no está en cartera por las razones expuestas con anterioridad.

Aunque 2025 ha sido un ejercicio convulso por la incertidumbre en torno a los aranceles, la tesis en estos nombres no ha cambiado lo más mínimo desde que la detallé en la [carta de hace dos años](#). Los aranceles simplemente han incorporado ruido a los números de este año porque los consumidores quisieron anticiparse a ellos adelantando las compras de vehículos, lo que generó buenos volúmenes y márgenes para los concesionarios en los primeros meses del año. A la inversa, una vez que los consumidores ya habían adelantado las compras y entendido el impacto de los aranceles en la segunda mitad del año, los números se han ralentizado. En conjunto, los resultados globales del año no han presentado cambios drásticos – aunque sí han valido para que el sell-side produzca innumerables “análisis” sobre este o aquel mínimo detalle.

Lo que sí ha evolucionado durante el año es mi visión relativa de los distintos participantes. Si el año pasado defendía 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”, este año he llegado a *la conclusión de que AutoNation es la empresa que ha realizado la mejor asignación de capital de todas ellas y con el riesgo más bajo*. Admito que mi percepción puede estar indebidamente influida por el comportamiento relativo de las cotizaciones recientemente, y por eso me gustaría justificar en los siguientes párrafos este cambio.

En primer lugar, puede ser interesante analizar un horizonte más largo de tiempo. Desde el 1 de enero de 2020, antes de todas las distorsiones producidas por la pandemia y los

⁸ Calculado como el beneficio operativo después de impuestos de la parte relacionada con las primas y los costes médicos. Los impuestos están ajustados por el escudo fiscal tanto de la deuda financiera de Molina como por los beneficios o pérdidas derivados de su cartera líquida de inversiones, mayoritariamente renta fija gubernamental.

posteriores problemas en las cadenas de suministros de 2022, las acciones de Asbury han multiplicado por 2,2 veces, las de AutoNation por 4,2 veces, las de Group 1 por 4,1 veces, las de Lithia por 2,3 veces y las de Sonic por 2,1 veces – Penske, que no incluyo por su exposición al negocio de camiones, ha multiplicado por 3,4 veces. En otras palabras, las empresas que han priorizado las recompras de acciones (AutoNation y Group 1) han batido cómodamente a las que han priorizado la adquisición de nuevas tiendas.

Hay varias razones para este desempeño, pero no es difícil entender el por qué. El negocio de los concesionarios tiene una estructura de costes fijos muy baja: la remuneración a los empleados es uno de los mayores componentes de los costes y es en gran parte variable, ya que está ligada a las comisiones por venta. Otros costes relevantes, como la compra de piezas en el negocio de reparaciones, son también variables. Esta estructura de costes tan flexible, junto con la naturaleza resistente del negocio de reparaciones, explica por qué los concesionarios han navegado sin pérdidas las crisis económicas del pasado: cuando los volúmenes se desploman, la falta de apalancamiento operativo hace que la base de costes se ajuste con rapidez. Este argumento, sin embargo, *opera en las dos direcciones*: multiplicar el número de tiendas no diluye sustancialmente la base de costes fijos, con lo que las economías de escala son muy modestas. Puede haber sinergias para los grupos grandes en términos de publicidad o logística, pero no suelen ser determinantes.

En segundo lugar, los directivos de la industria tienen la misma tendencia que los de otras: *realizar las adquisiciones cuando el sector está obteniendo beneficios elevados de manera transitoria*. La mayor parte de las compras se realizaron en la ventana del 2021 al 2023, cuando el sector estaba obteniendo márgenes anormalmente elevados en el negocio de vehículos de segunda mano. Incluso las adquisiciones más recientes, realizadas a múltiplos sobre variables ya normalizadas, generan dudas sobre la creación de valor para los accionistas. Un ejemplo ilustrativo es la compra este año por parte de Asbury del grupo Herb Chambers, una cadena de concesionarios con una importante presencia en el segmento de coches de lujo. Asbury pagó 1.350 millones de dólares por ingresos de 2.900 millones, un múltiplo de ventas de 0,46 veces, no muy diferente al de Asbury. Adicionalmente, las eficiencias operativas derivadas de la adquisición parecen ser limitadas, ya que Herb Chambers estaba siendo operada de manera eficiente. En la presentación de resultados del segundo trimestre, esto es lo que tenía que decir el CEO de Asbury sobre la adquisición:

“I just had one first one on just the Herb Chambers acquisition. You now have them under the hood for a couple of weeks. It looks like the SG&A to gross profile for Herb Chambers is slightly better than the legacy Asbury business. I’m curious have you been able to -- given the couple of weeks you’ve had, any incremental opportunities do you see to improve like just metrics at the store, other areas around services or used cars that you see you can bridge the gap to versus like -- versus Asbury orders versus like border industrial peers that have better metrics. Just curious if you could just give us some more insight into, what we should expect to see as the acquisition gets integrated further.”

“And there was [sic] a few things that we think about their mix of luxury over 60%, the name in the marketplace that they have and the scale that they have in the market was most interesting to us along with the quality of people and tenure that they have. So we think we align philosophically

on how to run the business. The best part about this in any transaction, there's always opportunities to improve. There's [sic] opportunities to improve in our same store, there's opportunity to improve with any acquisition that we have. We'll work with the team over time to look for efficiencies to improve upon the business. But this was a strategic market for us. It's a defensive position. New England isn't a growth market, but it's a very stable market. It performs well in a downturn. And with the luxury mix and the presence in this market, with the level of service that they offer, we think this creates great stability for Asbury over time.

La adquisición, por lo visto, responde más a criterios “estratégicos” y “defensivos” que de creación de valor para los accionistas. No solo el precio de la adquisición parece haber sido justo, sino que la deuda contraída por Asbury para financiar la adquisición redujo el margen de maniobra para poder recomprar acciones en los momentos críticos alrededor del Liberation Day, donde las acciones de todo el sector cayeron con fuerza. Mientras que las acciones en circulación de AutoNation se han reducido en un 5,5% en los primeros nueve meses del año (especialmente durante el primer trimestre), las de Asbury apenas han variado.

Asbury ha anunciado hace unas pocas semanas relevos en la dirección ejecutiva. David Hult, CEO desde 2018, deja el cargo en favor de Daniel Clara, COO desde el 2002. Si observamos los siete años anteriores a la entrada de Hult (2011-'17), el número de acciones en circulación de Asbury pasó a ser de 31,3 millones a 20,8 millones, mientras que los activos operativos netos crecieron de forma modesta, de 780 millones de dólares a 1,270 millones. Aquella combinación de crecimiento modesto con agresivas recompras de acciones funcionó a las mil maravillas para los accionistas, situando a Asbury como la empresa con el mejor historial de creación de valor en aquella época. Bajo Hult, sin embargo, el número de acciones ha pasado de 19,3 millones a 19,6 en el 2024, mientras los activos operativos netos se han disparado de 1,270 millones a 6,600 debido a la política de adquisiciones – y estando la mayor parte del crecimiento concentrada en los eufóricos años del 2020 al 2023. Veremos si Dan Clara imprime un cambio de rumbo ahora que la red de tiendas es extensa, aunque no soy especialmente optimista dado su perfil de COO, donde la excelencia operativa prima más que una asignación de capital eficiente.

Dicho esto, el sector sigue cotizando en niveles atractivos, tanto en términos absolutos como relativos, y por eso seguimos teniendo un peso significativo en el Fondo. Estimo que ambas acciones deberían ofrecer rentabilidades de doble dígito bajo en los próximos años. Podrían ser superiores si la asignación de capital mejora en el caso de Asbury, o si vuelve a presentarse la oportunidad de recomprar acciones a precios atractivos.

BRP Inc. (DOO:CA) y Garrett Motion (GTX:US)

Finalmente, me gustaría hacer una mención especial a las dos últimas grandes posiciones del Fondo, Garrett Motion (GTX:US) y BRP (DOO:CA). Ambas fueron incorporadas el año pasado y, afortunadamente, han tenido un comportamiento positivo estos doce meses. La tesis sobre BRP la expliqué en profundidad en la carta del año pasado, por lo que no la repetiré aquí.

A pesar de haber sido un buen año para la cotización de ambas, la volatilidad ha sido superior a la habitual debido a la introducción de los aranceles. En el caso de Garrett, hemos comprobado desde entonces que ha sido capaz de trasladarlos completamente a sus clientes, sin ningún impacto en márgenes brutos. La realidad de BRP, sin embargo, ha sido más compleja. La empresa fabrica una gran parte de sus unidades en sus plantas de Méjico (en Juárez y Querétaro), que ha sido además la geografía que ha recibido más inversión en los últimos años con el fin de aumentar su capacidad de producción. Al mismo tiempo, el mayor mercado para BRP es Estados Unidos, y el impacto de los aranceles se ha dejado sentir no solo en su producción de Méjico, sino también en los productos fabricados en Canadá (principalmente las motonieves con marca Ski-Doo, así como algunos vehículos Can-Am), Finlandia (Lynx) y Austria (los motores Rotax). Los activos productivos de BRP en Estados Unidos son testimoniales – el principal está en Carolina del Norte y es responsable de la producción de algunos componentes de aluminio. Aunque los aranceles han acabado teniendo un impacto moderado, ya que una parte de los productos de BRP caen bajo el amparo del tratado de comercio USMCA y no están directamente gravados, sí que han introducido costes adicionales e incertidumbre en un mercado ya de por sí cíclico.

Pese a estos temores, la acción ha recuperado las pérdidas de los últimos trimestres y ha cerrado el año en positivo, impulsada por la normalización de inventarios en la industria de los deportes de motor (*powersports*). Como expliqué el año pasado, la industria ha estado digiriendo el exceso de inventarios, un proceso que ha durado dos años. Con los inventarios ya normalizados, las ventas a cliente final se empezarán a corresponder con las unidades vendidas al canal de distribución, con el consiguiente aumento en volúmenes y mejora de márgenes. Cabe recordar que, a diferencia del de los vehículos recreacionales o de los concesionarios de coches, BRP opera con una elevada base de costes fijos, no solo porque el proceso de fabricación está bastante automatizado, sino también por el elevado gasto en R&D.

Aunque he reducido algo la exposición en ambas (especialmente en BRP) tras las subidas, sigo considerando que cotizan a niveles que deberían dejarnos rentabilidades de doble dígito bajas en los próximos años. En el caso de Garrett, el agresivo programa de recompra de acciones debería proporcionar algo de protección en escenarios adversos. En conjunto, considero las rentabilidades anteriores como razonables, teniendo en cuenta la posición de dominio que ostentan ambas empresas en sus respectivos mercados.

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).