

Carta anual a co-inversores de BrightGate Focus

16 de enero, 2023, Madrid

“Un día, en retrospectiva, los años de lucha te parecerán los más hermosos.”

Sigmund Freud, Cartas Completas.

Queridos co-inversores,

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

Me gustaría empezar con un resumen rápido del Fondo. El Fondo cerró el 31 de diciembre de 2022 con un NAV de 1.143,9 (clase I), lo que representa un retorno neto anual del -13,2%. El Fondo se creó el 20 de diciembre de 2019, y la rentabilidad anualizada desde inicio ha sido del -1,6%. Los códigos ISIN de las clases de acciones son ES0114904008 (clase A) y ES0114904016 (I).

La filosofía del Fondo es formar una cartera de valores internacionales concentrada y con poca rotación. El universo de inversión no solo se limita a la renta variable, sino que el Fondo también puede invertir en bonos de alto rendimiento (*high yield*), bonos convertibles y acciones preferentes cuando sea más conveniente. En renta variable, la filosofía de inversión busca empresas que operan en industrias predecibles (generalmente oligopolistas), sin deuda, y a valoraciones razonables – que puedan capitalizar nuestras inversiones a tasas del 7-9% como mínimo (*compounders*). Finalmente, la rentabilidad exigida a las inversiones en renta fija es del 8-10%, después de los costes de cobertura de la divisa, aunque puntualmente invertimos en títulos con bajo cupón (o sin él), buscando en este caso ganancias de capital.

Tanto en renta variable como fija, mi *modus operandi* es entender la rentabilidad del negocio en cuestión, y una vez extraída una fotografía clara, *enlazar dichos retornos de manera orgánica con la valoración del negocio*. BrightGate Focus no persigue que las empresas únicamente hagan M&A, crezcan sus beneficios o, menos aún, su volumen de ventas, frases “pegadizas” que nunca pasan de moda en los mercados, *sino que el crecimiento se haga de manera rentable* – es decir, las inversiones realizadas por nuestras empresas deben superar nuestro coste del capital. Nuestros inversores pueden estar seguros de que la mayor parte de mi tiempo la dedico a dicha tarea.

En la carta de este año explicaré en detalle una de las herramientas analíticas que he incluido en el proceso de inversión, y que usaré profusamente de ahora en adelante. Dicha herramienta, el esquema teórico de Hamilton de los 7 Poderes, pretende dar una respuesta a la pregunta de cuáles son las ventajas competitivas de una empresa y cómo de duraderas son. Por otra parte, y siguiendo la tradición de cartas de años anteriores, resumiré nuestras ideas con más peso en la parte de *compounders*, ya que en condiciones normales son los valores que formarán parte del grueso de nuestra cartera. Dichos resúmenes se pueden encontrar en el Apéndice I a esta carta.

Reflexiones sobre el 2022: resumen de los primeros tres años del Fondo y los 7 Poderes de Hamilton Helmer

BrightGate Focus comenzó su andadura a finales de 2019, con lo que a cierre de 2022 el Fondo tiene ya tres años de vida y es buen momento para hacer un primer resumen de lo que han sido estos años.

En primer lugar, es justo decir que los resultados han estado por debajo de las expectativas que había cuando se constituyó el Fondo. Si bien es cierto que el período de medición está fuertemente condicionado por las fechas de inicio (la cartera se invirtió justamente antes del inicio de la pandemia) y de fin (el 2022 ha sido uno de los peores años para la renta variable y la renta fija), la rentabilidad del vehículo ha estado penalizada por algunos errores que he cometido que ahora comentaré. La rentabilidad se ha quedado además rezagada respecto a la obtenida por los principales índices bursátiles durante estos años, mientras que ha estado simplemente en línea con la rentabilidad obtenida por los índices de renta fija. Aunque el Fondo no tiene ningún índice de referencia, lo razonable es que “el coste de capital” de nuestros inversores por invertir en nuestro Fondo sea similar al que se pueda obtener en cualquiera de los índices comentados anteriormente. *Cualquier otro resultado lo considero simplemente decepcionante.*

Como mencioné en las cartas anuales anteriores, las elevadas valoraciones bursátiles de Estados Unidos y Europa en los últimos años me empujaron a buscar oportunidades en otras áreas geográficas, *en donde no solo los riesgos geopolíticos son una consideración fundamental sino también lo son los riesgos de gobierno corporativo.* Y aunque el 2022 ha sido un año difícil para aquellas acciones con valoraciones elevadas, no lo ha sido menos para las acciones con los dos riesgos anteriormente mencionados.

Las rentabilidades obtenidas hasta la fecha en este grupo de empresas fuera de Estados Unidos y Europa han sido mediocres, penalizando las rentabilidades agregadas del Fondo. Por ejemplo, nuestra posición en Kaspí, una de las más elevadas del Fondo, cerró el año con pérdidas del 30%, debido al impacto combinado de las revueltas sociales de principios del año y al estallido de la guerra de Ucrania, a pesar de que la empresa va a cerrar 2022 con crecimientos del 30% en su línea de beneficios. Nuestras posiciones en las empresas del grupo coreano NICE (NICE Holdings, NICE D&B) han tenido también un comportamiento bursátil negativo, a pesar de haber cerrado 2022 con cifras récord en lo que es un negocio con muy poca ciclicidad. En Naspers, a pesar del agresivo programa de recompra de acciones instaurado este año por la compañía, las ganancias que hemos obtenido han sido modestas, ya que la acción de Tencent, el principal activo de Naspers, ha estado penalizada tanto por el deterioro económico que está sufriendo la economía china como por las agresivas nuevas directrices del Partido Comunista Chino contra las empresas tecnológicas.

Y, finalmente, el resultado de nuestra inversión en LUKOIL es incierto, ya que depende de muchos factores absolutamente impredecibles en estos momentos. Para echar más sal a la herida, nuestra posición en LUKOIL era nuestra única exposición al sector de energía al comenzar el año ya que, en retrospectiva, juzgué mal la importancia del riesgo geopolítico frente a la protección que daba tener el balance más saneado de toda la industria. En cualquier otro año de la década pasada, años caracterizados por bajos precios del petróleo y un elevado número de quiebras, el apalancamiento financiero hubiese sido el mejor predictor del éxito de una inversión en el sector de energía. Sin embargo, este no fue el caso en 2022.

Si miramos al resto de la cartera, nuestra elevada exposición en fabricantes de memoria ha penalizado también los resultados obtenidos por el Fondo en estos tres últimos años, ya que los precios de las acciones de estas empresas están al mismo nivel que estaban en 2019. En este caso, sin embargo, los precios de dichas acciones no han estado penalizados por consideraciones geopolíticas, sino por el miedo al ciclo económico y por temas puramente sectoriales – por ejemplo, el exceso de inversión que han realizado tanto Samsung, como SK hynix, como Micron en los últimos tres años.

Como explico en el Apéndice I, sigo teniendo altas expectativas sobre los resultados futuros tanto en el caso de los fabricantes de memoria como en el de las compañías de países emergentes. De hecho, durante el año apenas he modificado la exposición a ninguno de estos nombres.

A diferencia de años anteriores, la fuerte corrección de valoraciones en Estados Unidos, especialmente en aquellas empresas catalogadas como “consumo cíclico”, han abierto la posibilidad de iniciar posiciones en compañías con modelos de negocio predecibles a largo plazo, que obtienen rentabilidades por encima de su coste del capital, con excelentes equipos directivos y que cotizan a valoraciones atractivas. Aunque los principales proveedores de índices catalogan a todas estas empresas bajo una misma rúbrica, he de mencionar que sus dinámicas a largo plazo serán muy diferentes y lo más probable es que sus retornos no estarán correlacionados entre sí. Las principales industrias en las que hemos invertido son construcción residencial (un 13% del Fondo a través de tres nombres, uno de ellos en Reino Unido), fabricación de vehículos recreacionales (10% a través de dos empresas) y distribución de automóviles (7% a través de dos empresas). En el Apéndice I he incluido las tesis de inversión de todas ellas y el racional para justificar mi optimismo de por qué en cada caso espero *tasas de rentabilidad anuales de doble dígito en los próximos años*.

Durante el 2022 me he centrado en mejorar el único parámetro del Fondo que está en mi mano: el proceso de inversión. En este sentido, el año ha sido muy provechoso, ya que he introducido varias herramientas con el fin de mejorar dicho proceso – una tarea iterativa y que no tiene fin. En particular, he introducido en el análisis de todas nuestras compañías el esquema teórico de Hamilton Helmer conocido como los 7 Poderes, popularizado por el libro que lleva el mismo nombre y que fue publicado en 2016.

El esquema de los 7 Poderes pretende dar una respuesta a la pregunta de cuáles son las ventajas competitivas de una empresa y cómo de duraderas son. Para Hamilton, un “Poder” es la fuente de dichas ventajas, las cuales a su vez permiten obtener a la empresa en cuestión retornos por encima de su coste del capital. Es importante señalar que *dichas ventajas competitivas pertenecen a la empresa en cuestión y no son características generales de la industria en la que opera*. En este sentido, el esquema de Helmer es muy diferente y, argumentaría, más útil, que el ampliamente popularizado esquema de las Cinco Fuerzas de Michael Porter, que pretende responder la pregunta de si una industria es atractiva o no.

¿Por qué considero que el esquema de Helmer es más útil que el de Porter en la práctica? Pues porque en el día a día los gestores encontramos empresas malas que operan en sectores atractivos y, la situación opuesta, empresas buenas que operan en sectores menos atractivos. Utilizando el esquema de Porter como único filtro *nos llevaría potencialmente a invertir en empresas no deseables, al dejarnos engañar por las favorables características del sector, o dejar pasar oportunidades en compañías extraordinarias, al pensar que es imposible encontrar buenos negocios en sectores más desfavorecidos*.

En cualquier caso, utilizar el esquema de Helmer no impide también utilizar el esquema de Porter ya que, como he explicado, ambos plantean diferentes preguntas y ofrecen diferentes respuestas. De hecho, la filosofía de inversión del Fondo seguirá empleando el análisis industrial e imponiendo ciertas limitaciones sectoriales (especialmente en aquellos sectores que no conozco, que no cubren su coste del capital o que están fuertemente regulados), pero enriquecido con las intuiciones del esquema de Helmer.

¿Cuáles son entonces los 7 Poderes? Sin ningún orden en particular, son: economías de escala, economías de red, contraposicionamiento, costes de cambio, marca, recurso cautivo y procesos. Es importante señalar que para obtener retornos diferenciales duraderos no hace falta que una empresa disfrute de todos los poderes; *en muchos casos, con solo un poder es suficiente*. Un ejemplo sencillo lo encontramos en el mundo de la minería, en donde la mayor (y en la mayoría de los casos, única) ventaja competitiva que tiene una empresa frente a otra es la calidad de las minas, o en el argot minero, la “ley” del depósito – el porcentaje de mineral sobre el total de roca que hay que mover para extraerlo. Una mina de cobre como la de Kamoakakula, con leyes del 5%, es simplemente un activo mejor que la mina típica que se puede explotar hoy en día con leyes medias del 0,6%. Dicha diferencia geológica no es transitoria, es persistente, y bajo el esquema de Helmer sería un claro ejemplo de “recurso cautivo”.

Una manera interesante para ayudarnos inicialmente a identificar los Poderes que puede esconder una empresa es determinar en qué período de su vida se encuentra la compañía en cuestión. Para Helmer, *no todos los Poderes son accesibles desde el principio de la vida de una empresa, ya que se van obteniendo, o perdiendo, según la empresa alcanza su madurez* (definida por Helmer como crecimiento en su volumen de ventas). Poderes como el recurso cautivo o el contraposicionamiento pueden ser adquiridos al principio de la vida de una empresa, mientras que otros como la marca o los procesos son solo alcanzados tras un largo período de tiempo – por ejemplo, el tiempo que se tarda en construir una marca como Tiffany o desarrollar los procesos de una empresa como Toyota.

No hace falta decirlo, pero el libro es una lectura absolutamente recomendable y dada la brevedad de estas cartas no le puedo hacer justicia. Para paliar parcialmente esta deficiencia, he incluido en el Apéndice II para aquellos lectores interesados mi aplicación del esquema de Helmer a una empresa recién incluida en la cartera, CarMax. He realizado análisis similares para el resto de las empresas en las que estamos invertidos, y creo que el proceso ha sido altamente instructivo.

Pasando a las principales métricas de la cartera, el Fondo tiene, a 31 de diciembre, un porcentaje en caja del 13,4%, estando el resto invertido como sigue: renta variable (*compounders*) un 74,7%, renta fija de alto rendimiento 3,7%, situaciones especiales un 6,3% y acciones preferentes un 1,9%. Por geografías, nuestro principal peso lo recoge Norteamérica (50,1%; fundamentalmente Estados Unidos, con una exposición pequeña a Canadá a través de nuestra inversión en Imperial Oil), seguida de Asia (15,1%), Europa (10,2%), Oriente Medio (6,5%) y finalmente África (4,7%; a través de nuestra posición en Naspers). Como siempre, todas nuestras empresas tienen un largo y excepcional historial de rentabilidad (medida a través de la rentabilidad sobre los activos operativos netos), y las inversiones adicionales que están realizando superan nuestro coste del capital. Al igual que el año pasado, creo que esta combinación de liquidez con empresas atractivas a precios razonables nos harán estar mejor posicionados que los índices y nuestros competidores

durante este año, dándonos la flexibilidad necesaria para aprovechar las oportunidades de inversión que se vayan presentando.

Por otra parte, nuestro bono en Ping Petroleum, el único crédito que compone nuestra cartera de renta fija, tiene un YTW (en euros) del 12,8% con una duración de 1,3. Me hubiera gustado tener un porcentaje superior de la cartera en bonos de alto rendimiento, pero he sido incapaz durante el año de encontrar créditos suficientemente atractivos, con balances saneados y rentabilidades (en euros) de por encima del 10%. En este sentido, Ping Petroleum fue el único bono con el que empezamos el año, y el único bono que tenemos en cartera a cierre de año.

Como ya saben, la parte invertida en acciones, por norma general, no ha tenido la divisa cubierta, mientras que la parte de renta fija sí. Sin embargo, dada la elevada exposición que hemos ido acumulando durante el año a empresas estadounidenses con negocios exclusivamente locales, he creído prudente cubrir parcialmente la divisa en dichos nombres. Aunque a largo plazo los movimientos del tipo de cambio deberían ser largamente neutrales para la rentabilidad del Fondo, cabe señalar que en 2022 el impacto fue ligeramente positivo para nuestros resultados, dada la apreciación del dólar frente al euro. 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 que la componen, y no en la moneda en que están denominados. Dada la falta de buenos activos a precios razonables en la Eurozona, preveo una exposición al dólar similar a la del año pasado.

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 tesis de nuestras principales posiciones en renta variable a largo plazo

Fabricantes de memoria (SK hynix, Micron Technology)

Nuestra exposición a los fabricantes de memoria asciende a aproximadamente el 13% del Fondo a cierre del año. Dicha exposición se ha visto reducida en los últimos doce meses debido a dos factores. En primer lugar, a las fuertes caídas que ha experimentado el sector y, en segundo lugar, a nuestra desinversión de Samsung Electronics, que representaba alrededor del 4% al cierre del año pasado, y que expliqué en detalle el motivo de su desinversión en una actualización mensual.

Después de llevar más de dos años y medio invertidos en el sector, es bastante aleccionador comprobar que nuestra inversión en estos nombres de momento no ha dado sus frutos y que, de hecho, tenemos ligeras pérdidas (sin contar los dividendos) en los dos fabricantes. A pesar de la fuerte desaceleración en la demanda de los últimos trimestres, y que se espera que vaya a continuar durante el 2023, los principales elementos de la tesis original siguen intactos, y sigo pensando que es un extraordinario momento para invertir en estas dos empresas. De hecho, uno de los grandes riesgos de la tesis, que era la entrada de YMTC en el segmento NAND, se ha diluido durante el año, ya que a pesar del progreso que ha experimentado YMTC en su proceso de fabricación (con las primeras unidades fabricadas de memoria NAND de 232 capas), las nuevas restricciones que ha impuesto Estados Unidos a la empresa limitarán mucho su evolución futura, dejándola en el más probable de los casos como un productor marginal. Por otra parte, CXMT, el competidor chino en DRAM, no ha hecho progresos aparentes durante el año, y la posibilidad de que acabe produciendo a escala y de manera rentable está más lejos que nunca.

Por supuesto, no todo han sido favorables noticias los últimos años. En concreto, de acuerdo con mis estimaciones, los tres fabricantes han estado invirtiendo más de lo debido y, en el caso concreto de Micron, ha acelerado la progresión de los nodos más de lo previsto. Aunque a nivel microeconómico dicha aceleración ha permitido a Micron contar con una estructura de costes más eficiente que la de sus competidores (dada la mayor densidad de bits por oblea producida), a nivel sectorial ha generado mayor producción de bits y, lo que es más importante, ha probablemente alienado a sus competidores, que han visto que debido a su prudencia en introducir nuevos nodos Micron les ha superado tras varias décadas siendo el productor menos avanzado – dicha razón puede estar detrás de la reticencia reciente de Samsung a recortar su programa de inversiones para el 2023, aunque es puramente especulación por mi parte.

Los anteriores aspectos negativos no nos deben impedir ver la situación en su conjunto. Para valorar correctamente la evolución de nuestra inversión en SK hynix y Micron desde que entramos, puede ser interesante considerar las siguientes cifras. Micron cerró el año 2019, el último año del que disponía de información al iniciar la posición, con activos operativos netos (NOAs) de \$33,6bn y un beneficio operativo neto (NOI) de \$6,6bn, lo que daba un retorno sobre los activos del 20,6% (los NOAs de Micron a cierre del 2018 habían sido de \$30bn). Tres años más tarde, a cierre del 2022 (Micron cierra su año fiscal en octubre), Micron contaba con \$45bn en NOAs, generando \$8,3bn. en NOI y teniendo un RNOA del 19% (Micron cerró 2021 con NOAs de \$40bn.). Es decir, la base de activos de Micron ha crecido un 33% en 3 años y los retornos que ha obtenido sobre esa inversión apenas han cambiado. Los números de SK hynix son similares, aunque han estado algo más penalizados por su inversión en el negocio NAND de Intel, el cual es mucho menos rentable que los activos históricos de SK hynix en DRAM. Dado que Micron cotiza a un EV/NOA ligeramente

superior a 1x (SK hynix cotiza por debajo de sus NOAs), no hace falta hacer grandes supuestos para llegar a la conclusión de que las acciones deberían ofrecer tasas de rentabilidad anualizada de doble dígito en la próxima década, y con un riesgo relativamente reducido.

Kaspi.kz

Iniciamos nuestra posición en Kaspi durante la segunda mitad del 2021 y, en retrospectiva, no pude haber elegido peor momento. Durante enero y febrero del 2022 las acciones de la empresa se vieron sucesivamente penalizadas, primero por las revueltas sociales en Kazajistán y, segundo, por la invasión rusa en Ucrania. Aunque Kazajistán se declaró país neutral desde el principio del conflicto, los inversores vieron la geografía con recelo, vendiendo indiscriminadamente todas sus inversiones. Como consecuencia, la acción cayó más de un 60% desde máximos. Desde entonces, con una situación política más estable y evidencia de que Kazajistán no se va a ver involucrada en el conflicto, la acción se ha recuperado paulatinamente, cerrando el año con pérdidas de aproximadamente el 30%.

A nivel operativo, la realidad de la empresa no ha podido ser más distinta. 2022 va a ser otro año récord para Kaspi, por tres razones al menos. En primer lugar, por primera vez en la historia de la compañía los negocios de marketplace y pagos ya representan más del 50% de los beneficios de la empresa, lo que significa que de ahora en adelante los resultados no dependerán tanto del ciclo crediticio. En segundo lugar, Kaspi espera cerrar el año con un crecimiento anual de beneficios de por encima del 30%, lo que muestra el fuerte crecimiento que están todavía teniendo cada uno de los negocios, a pesar de que durante el primer semestre del año los préstamos que concedió Kaspi en la parte de Fintech estuvieron muy por debajo de las expectativas originales, ya que el equipo directivo prefirió ser conservador. Y, finalmente, la empresa ha introducido nuevas iniciativas durante los dos últimos años que están funcionando muy bien, mostrando la fortaleza de las enormes economías de red que posee el negocio. En el negocio de marketplace, Kaspi ha introducido verticales de viajes (a finales del 2020) y de supermercados (en 2022), mientras que en la parte de pagos ha introducido pagos B2B. Aunque muchas de estas iniciativas reciben comisiones más bajas que el resto de los negocios de Kaspi (por ejemplo, las “take rates” en la parte de viajes y en supermercados son del 3-4%, frente al 8-9% del resto del Marketplace), también aumentan el tamaño del mercado potencial, con lo que mis expectativas originales de crecimiento de beneficios a una década se han mantenido prácticamente intactas.

Aunque la iniciativa de expandir el modelo de negocio a Ucrania se ha visto obviamente afectada y no sé cuándo se lanzará finalmente (la inversión que había realizado Kaspi en Ucrania hasta la fecha era testimonial), como expliqué en la carta del año pasado la tesis de inversión no descansa en ninguna expansión internacional exitosa.

A cierre de año, la capitalización bursátil de Kaspi ascendía a \$13bn., y asumiendo un crecimiento de los beneficios del 30% (y tipos de cambios USDKZT de 460), Kaspi cerrará con unos beneficios de \$1,2bn, para un PER implícito de 10,8x. Dados los fuertes crecimientos esperados y al descuento con el que cotiza la acción (estimo un P/BV de 10x a cierre del año, con ROEs del 90%), espero rentabilidades anualizadas del 16% para los próximos años, y superiores si la expansión internacional acaba fructificando.

Empresas de construcción residencial (Green Brick Partners, LGI Homes, Persimmon Homes)

Tenemos una exposición del 13% a empresas de construcción residencial, repartida entre tres nombres, dos de los cuales son estadounidenses (Green Brick Partners y LGI Homes) y uno de ellos es británico (Persimmon Homes). Aunque las geografías son distintas, la tesis de inversión en cada una de estas empresas es la misma.

A nivel agregado, los mercados inmobiliarios de EEUU y Reino Unido no han construido suficientes unidades durante la última década, y desde la pandemia los niveles de inventarios han estado en rangos históricamente bajos.

A nivel individual, cada una de estas empresas tiene una base de activos amplia acumulada durante la pandemia (por ejemplo, Green Brick tiene tierra para más de 8 años a los ritmos de construcción actuales), atractivos retornos sobre su base de activos (los RNOAs medios de los últimos cinco años para Green Brick, LGI y Persimmon fueron del 13%, 19,5% y 30%, respectivamente) y equipos directivos que entienden perfectamente la importancia de la asignación de capital, que considero que es el mayor riesgo a la hora de invertir en este tipo de negocios. Por ejemplo, Green Brick ha recomprado un 10% de sus acciones en los tres primeros trimestres del año al considerar que dicho empleo era el uso más eficiente de su capital. Finalmente, las tres empresas tienen balances saneados que les permitirán aguantar un entorno más incierto durante los próximos trimestres y todas ellas cotizan a valoraciones muy atractivas.

Aunque soy consciente de las desfavorables dinámicas que presentará el mercado residencial durante los próximos trimestres, frutos de unos tipos de interés más altos y unos precios de compra muy elevados, creo que este es el momento idóneo para comprar estos nombres, en donde la incertidumbre y el pesimismo son extremos y los precios de estas acciones ya han recogido una gran parte de estas preocupaciones. Según la incertidumbre económica se disipe y los volúmenes de entrega se recuperen, el mercado valorará correctamente de nuevo la capacidad de generación de beneficios de estas empresas a lo largo del ciclo.

He de señalar que la tesis de inversión no descansa en “acertar el momento del ciclo”, ya que las empresas tienen planes de negocio realistas que estimo crearán mucho valor para sus accionistas a más largo plazo, especialmente en el caso de Green Brick, dado su menor tamaño actual – y el cual preveo que puede duplicar en los próximos cinco años. Los precios objetivos que manejo en el caso base en las tres empresas son al menos doblar desde los precios actuales, lo que implicaría tasas internas de retorno anuales en el rango del 13% (para Green Brick) al 18% (para LGI). Si, por otra parte, los precios de las acciones no se recuperan al calor del ciclo inmobiliario, la asignación de capital de cada una de ellas nos permitirá recuperar la inversión o bien a través de dividendos (en el caso de Persimmon) o agresivos programas de recompras de acciones (en el caso de las estadounidenses).

Empresas de vehículos recreacionales (Patrick Industries, Thor Industries)

Tenemos una exposición de alrededor del 10% a dos empresas que operan en la industria de los vehículos recreacionales (RVs), ambas de ellas estadounidenses: Patrick Industries y Thor Industries. La tesis de inversión de esta última fue explicada en la carta anterior, con lo que en esta resumiré nuestro caso de inversión en Patrick Industries.

Patrick es un caso de estudio ciertamente fascinante. La empresa se dedica a la fabricación y distribución de componentes para las industrias de las autocaravanas (su principal vertical, representando más de un 50% de la cifra de ventas), lanchas acuáticas de recreo, vivienda prefabricada y vivienda residencial tradicional. Tras una experiencia cercana a la quiebra durante la crisis del 2008, en la que la empresa casi se declara insolvente dada la debilidad de su único negocio de aquel entonces (vivienda prefabricada), Patrick se ha expandido a los otros tres negocios a través de una agresiva y extremadamente bien ejecutada política de adquisiciones. Dicha política fue tan asombrosa que la acción de Patrick tuvo el mejor comportamiento bursátil de todo Norteamérica en el período que abarca desde la Crisis Financiera Global hasta el 2017, multiplicando su precio por 50 veces.

Aparte de consolidar la industria y haber sido premiada por ello, el negocio que opera Patrick es de una elevada calidad por varias razones. Primero, es una industria con estructura oligopolista, en el que los clientes (en este caso, los ensambladores de RVs como Thor Industries y Forest River) también están altamente concentrados, habiendo una gran disciplina en toda la cadena de valor. Segundo, Patrick fabrica multitud de componentes (en un proceso de fabricación que todavía es en gran parte manual), muchos de ellos de bajo valor por pieza, lo que hace difícil replicar para competidores potenciales el abanico de productos de Patrick (en el esquema de Helmer, dicha ventaja se correspondería con los “costes de cambio”). Y tercero, muchas de estas industrias (especialmente la de autocaravanas, en la que la mayoría de las unidades fabricadas proceden exclusivamente de Elkhart, Indiana) operan con estrechas relaciones entre clientes y proveedores a largo plazo que se han forjado a lo largo de los años.

Es por ello que los retornos sobre los activos operativos netos de Patrick hayan sido fenomenales los últimos años (media del 15% desde el 2014), a pesar de la fuerte “dilución” contable que siempre conlleva una agresiva política de adquisiciones, aunque a nivel “económico” haya tenido mucho sentido. Después de haber sido encasilladas como beneficiadas por el Covid en los últimos años, las acciones de Patrick han caído más de un 50% desde su pico alcanzado en la primavera desde 2021 – de hecho, las acciones cotizan a niveles de hace cinco años, a pesar de que la empresa factura más del doble, su NOI se han multiplicado por tres y, en definitiva, la empresa ha realizado multitud de adquisiciones con RNOAs muy por encima de su coste del capital. Teniendo en cuenta que la empresa ha aumentado beneficios residuales a tasas anuales medias del 41% durante los últimos seis años, no hace falta ser muy optimista para esperar fuertes revalorizaciones en el precio de la acción desde los niveles a los que cotiza ahora – lo que resultaría en retornos implícitos para la próxima década en el rango del 15-20%.

Empresas de distribución de automóviles (Lithia Motors, CarMax)

Finalmente, hemos incorporado durante el año un 7% del Fondo otra temática más de consumo discrecional: distribución de automóviles. Nuestras inversiones en esta industria las hemos realizado a través de Lithia Motors y CarMax.

Lithia Motors es una de las redes de concesionarios más grandes de Estados Unidos, con 278 locales a cierre del año pasado. Tradicionalmente, los concesionarios han sido un negocio muy atractivo en Estados Unidos, ayudado por unas barreras de entrada legales que regulan la distribución a nivel estatal, dificultando de este modo la competencia entre empresas. Adicionalmente, el sector cuenta con un elevado nivel de fragmentación que hace

que empresas como Lithia puedan contar con oportunidades de consolidación interesantes a futuro. Finalmente, aunque los márgenes de los concesionarios en la venta de vehículos nuevos y de segunda mano son reducidos, los negocios de reparaciones y de venta de productos financieros (en donde Lithia cobra una comisión al vender el producto) son negocios estables con márgenes elevados y poco capital necesario para operarlos, lo que hace que la rentabilidad agregada por operar un concesionario sea elevada.

A nivel particular, Lithia cuenta con un sólido equipo directivo que está ejecutando su plan de negocio de alcanzar (de manera rentable) 500 locales en el 2025 y una cifra de ventas de \$50bn. Dicho crecimiento está predicado en una mezcla de crecimiento inorgánico y orgánico, este último fundamentalmente a través de iniciativas como Driveway y DFC. El director ejecutivo de Lithia es conocido en la industria por el profundo conocimiento que tiene sobre los KPIs de los principales concesionarios de Estados Unidos, lo que ha ayudado a que la política de adquisiciones haya sido exitosa hasta ahora.

Al igual que las empresas de construcción residencial y las de la industria de RVs, los concesionarios han sido vistos como uno de los grandes beneficiados de la pandemia, y las acciones de todas estas empresas han sido fuertemente penalizadas durante los últimos meses. Los miedos a la transición hacia vehículos eléctricos (con menos piezas, y por lo tanto menores necesidades de recambio y reparaciones) son la otra amenaza al modelo de negocio que ha sido ya fuertemente descontada por el mercado. Tras las caídas, Lithia cotiza a 1x NOA, una valoración absolutamente desconectada de la realidad del negocio. Desde el 2011, Lithia ha aumentado sus NOAs a tasas anuales del 25%, con rentabilidades medias sobre los fondos propios del 23%. Estimo rentabilidades del 20% anuales, unas de las más altas de nuestra cartera, durante los próximos años, y más elevadas aun si el plan de negocio acaba desarrollándose según lo previsto.

Por otra parte, CarMax es la empresa estadounidense líder en el mercado de coches de segunda mano, habiendo vendido 942k coches durante el pasado año fiscal. Además de haber tenido un modelo negocio disruptivo en su día, basado en precios transparentes, un sencillo proceso de compra y una amplia oferta de producto, el negocio de CarMax cuenta actualmente con elevadas economías de escala. Dicha ventaja se deriva tanto de su capacidad de reponer su oferta de coches a precios mejores que sus competidores como la posibilidad de obtener ingentes cantidades de información sobre los precios de los vehículos, que le permite tener una política de precios superior a la de la competencia (los márgenes brutos históricos han sido muy estables, alrededor de 2.000\$ por unidad). Por otra parte, la compañía cuenta con una envidiable cultura corporativa y sólidos procesos internos, no habiendo cerrado ninguna tienda desde la fundación de la compañía en la década de 1990. Finalmente, CarMax cuenta con un rentable negocio de préstamos, en el que también su larga historia aquí actúa como barrera de entrada respecto a sus competidores.

Aunque al igual que en las empresas anteriores el corto plazo de CarMax va a ser incierto, hay otros factores que han reducido el riesgo de la tesis recientemente. En concreto, la más que probable quiebra en los próximos meses de su principal competidor online, Carvana, centrará otra vez la atención de la comunidad inversora en la importancia de crecer volúmenes de manera rentable, algo en lo que CarMax continuará siendo el líder indiscutible de la industria. A precios recientes, CarMax cotiza a múltiplos de 1,5x sus NOAs, superior al resto de empresas de concesionarios - aunque también su desempeño histórico ha sido mejor. Desde el 2011, CarMax ha crecido ingresos, beneficios residuales y activos operativos

netos a tasas del 12%, 11,5% y 13%, respectivamente, y la empresa ha señalado oportunidades adicionales de crecimiento en el mercado de coches de segundo mano (CarMax tiene actualmente una cuota de mercado inferior al 5%), que pueden ser superiores si las pérdidas de volúmenes de Carvana son superiores a las que el mercado está descontando ahora. Asumiendo modestos crecimientos a futuro del 2%, estimo rentabilidades para la acción en el rango del 13-17%, inferiores a las que se pueden obtener en Lithia o cualquiera de sus competidores, pero con un riesgo de negocio menor, ya que el negocio de CarMax no se verá afectado por la velocidad de transición al vehículo eléctrico.

Apéndice II. Aplicación de los 7 Poderes al caso de CarMax

A continuación, presento un breve análisis del esquema de Helmer aplicado a CarMax.

Creo que es un ejemplo particularmente instructivo por varias razones. En primer lugar, CarMax es una empresa ampliamente por su largo y exitoso historial de rentabilidades. En segundo lugar, no es obvio por qué una empresa debería obtener elevados retornos sobre su capital en una industria tan poco conocida como la de los coches de segunda mano. Y, en tercer lugar, sus competidores no han sido capaces hasta la fecha de replicar las rentabilidades de CarMax, lo que sugiere que CarMax puede disfrutar de fuentes de ventaja competitivas no reconocidas.

El filtro de los 7 Poderes arroja los siguientes resultados:

- Economías de escala: *“negocio en el que los costes unitarios descienden según el volumen de producción aumenta.”* CarMax deriva grandes economías de escala de su capacidad de comprar y vender coches (tanto a nivel minorista como en subastas) a precios atractivos, de su algoritmo de precios (es capaz de fijar un precio más adecuado en sus productos) y, en el caso de su división financiera, acceso a la base de datos histórica.
- Economías de red: *“negocio en el que el valor recibido por un consumidor aumenta según lo hace la base instalada.”* CarMax no disfruta de economías de red.
- Contraposicionamiento: *“un recién llegado adopta un nuevo modelo de negocio superior el cual no puede ser replicado por la empresa incumbente dado el potencial daño a su negocio existente.”* Inicialmente, CarMax tenía un modelo de negocio innovador y diferencial, basado en transparencia de precios, facilidad en el proceso de compra y gran variedad de producto frente a los concesionarios tradicionales. Sin embargo, competidores online (como Carvana) y algunos concesionarios tradicionales han ido introduciendo gradualmente algunas de estas características, diluyendo el contraposicionamiento de CarMax.
- Costes de cambio: *“la pérdida esperada que sufriría un consumidor al cambiar de un proveedor a otro para las compras futuras.”* No hay costes de cambio. Los clientes pueden comprar su coche en otra tienda, ya que hay transparencia de precios en el sector (especialmente en el rango de 0-10 años de antigüedad) y los consumidores compran en gran medida basado en el precio.
- Marca: *“atribución duradera de un valor mayor a un producto objetivamente idéntico, que se deriva de la información histórica del vendedor.”* CarMax es la marca más reconocible en el mercado de coches de segunda mano, construida gracias

a la facilidad del proceso de compra, el proceso de inspección aplicado a cada vehículo, la garantía de 90 días y la posibilidad de devolver el vehículo al cabo de un mes.

- **Recurso cautivo:** “*acceso preferencial con términos atractivos a un activo deseado que puede de manera independiente aumentar el valor.*” A diferencia de los concesionarios tradicionales, cuyo negocio está protegido por leyes estatales de distribución, CarMax no posee ningún recurso cautivo.
- **Procesos:** “*conjunto de las actividades y estructura organizativa de la empresa, que permite costes más bajos o un producto superior, y el cual solo puede ser replicado por un compromiso duradero.*” CarMax tiene procesos mejores que la competencia, resultado de su larga y exitosa historia. Las tiendas nuevas son rentables desde el primer año de su apertura, nunca se ha cerrado una tienda y el negocio financiero está perfectamente integrado con el proceso de compra del vehículo.

Los resultados del análisis pueden resumirse de manera esquemática en la siguiente tabla:

		BARRIER (TO CHALLENGER)			
		Unwilling to challenge		Unable to challenge	
		Collateral damage	Share gain cost/benefit	Hysteresis	Fiat
BENEFIT (TO POWERHOLDER)	ΔCost		SCALE ECONOMIES: Benefits from its size due to its ability to source and sell cars (both retail and wholesale), its pricing algorithm (more data points) and CAF historical database. On the other hand, a low share of fixed costs prevents from larger scale economies.		CORNERED RESOURCE: the business does not own material patents, preferential access to inputs or cost-saving manufacturing techniques.
	Input				
	Scale of production/distribution				
	Production/distribution approach	COUNTER-POSITIONING: KMX used to have a differentiated business model, with price transparency (no-haggle) and lots of choice versus traditional auto dealers. Since then, dealers have introduced these policies and there are also new players (Carvana).		PROCESS POWER: Proven business model in which stores are profitable from year 1 (it has never closed a store). CAF is seamlessly integrated. Additionally, management team tenure has been long, and its track record is strong.	
	Superior deliverables		SWITCHING COSTS: customers can switch easily to KMX's competitors, as price transparency is the norm in the sector (especially in cars 0-10 years old) and customers mostly buy based on price.	BRANDING: it is the most recognisable brand when customers have to buy a second-hand car (easy process, inspection process, 90-day warranty, and a 30-day money back guarantee), but that does not translate into superior pricing power.	
	ΔValue (ΔP)				
	Affective valence				
Uncertainty					
Benefits from other users			NETWORK ECONOMIES: KMX customers do not benefit from having one additional user in the network.		

It clearly enjoys one of the seven powers.
 It weakly enjoys one of the seven powers.
 It does not enjoy one of the seven powers.

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).