

Carta ínterin a co-inversores del BrightGate Focus
Segundo semestre de 2020

27 de noviembre, 2020, Madrid

“When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done”

John Maynard Keynes, The General Theory (Ch.12)

Queridos co-inversores,

Antes de nada, confiamos en que os encontréis bien tanto nosotros como vuestros familiares. Desde BrightGate Capital os mandamos un cariñoso abrazo a todos en estos momentos difíciles que nos ha tocado vivir, y deseamos que tanto vosotros como vuestros familiares y amigos no se hayan visto afectados.

Escribo la segunda carta del Fondo en condiciones no menos inéditas de las que había cuando escribí la primera en junio. A pesar de las excelentes noticias de varias vacunas, que potencialmente nos permiten vislumbrar el retorno a la normalidad el segundo semestre del año que viene, aquellos valores que subieron fuertemente durante los momentos más oscuros de la crisis no han parado de subir a pesar de que la nueva normalidad debería implicar menos “work from home”. Las fuertes subidas de dichos valores se han visto acompañadas recientemente por valores más cíclicos y, en general, el sentimiento de euforia que impera en los mercados está en niveles pocas veces vistos. Para respaldar dicha afirmación, basta decir que en noviembre el Dow ha tenido el mejor mes desde 1987, el Russell 2000 el mejor mes de su historia, el S&P Energy y el de Industrials más de lo mismo, y el S&P Financials el mejor mes desde 2009. Aunque el Fondo se ha visto fuertemente beneficiado de dichas dinámicas, soy muy consciente de que esta euforia acabará siendo pasajera, y ahora más que nunca el balance, la calidad y la valoración a las que se realizan las inversiones es crucial.

Todas las narrativas baratas de la prensa y de los participantes de los mercados para justificar dichas dinámicas oscurecen la verdadera naturaleza macroeconómica del asunto. Desde una posición más filosófica, los acontecimientos que hemos vivido han sido un experimento gigantesco que *ha falsificado la creencia de que las valoraciones a nivel agregado están determinadas por los flujos de caja futuros descontados que generará el sector empresarial en su conjunto*. En la teoría tradicional (y en la manera de ver el mundo del 99% de los participantes de los mercados), los índices de acciones caen durante una crisis económica porque el mercado anticipa los beneficios futuros que las empresas generarán. Estos, al ser menores, hace que el mercado baje consecuentemente la valoración a la que cotizan dichos índices. Cuando las cosas se recuperan y la visibilidad de beneficios mejora, los índices suben porque, de acuerdo con esta visión convencional, los beneficios descontados serán ahora mayores.

Desde mi punto de vista (y algo que exploré más a fondo en mi [tesis de doctorado](#)), la razón por la que las valoraciones caen en época de crisis no es por menor volumen de beneficios,

sino por el equilibrio de oferta y demanda de activos financieros. En las crisis, los estabilizadores automáticos de los gobiernos hacen que estos entren en déficit, ya que su base de impuestos se ve mermada mientras que sus gastos, por lo general, aumentan. Este déficit es financiado a través de emisión de deuda pública, que (en ausencia de Bancos Centrales) acaba en manos de fondos privados. Si los fondos (ej. fondos de pensiones) no pueden absorber estos activos adicionales, las rentabilidades de los bonos gubernamentales aumentan, lo cual hace a su vez que dichos fondos deshagan posiciones en otros activos, cayendo los precios de estos, hasta que el equilibrio entre oferta y demanda a nivel global se reestablece. En una crisis, además, la caída de la actividad reduce los ahorros globales (la famosa paradoja del ahorro), con lo que la capacidad del sector privado de comprar esos activos adicionales gubernamentales es más reducida que nunca.

Siguiendo el falsacionismo Popperiano, para refutar una teoría solo hace falta una observación en contra, y los eventos del último año han probado de sobra que la teoría tradicional está equivocada. La diferencia de esta última crisis es que la ingente oferta adicional de bonos gubernamentales ha acabado siendo absorbida por los Bancos Centrales, aliviando al sector privado de realizar dicha tarea. Dado que no ha habido desajuste entre oferta y demanda como en cualquier otra crisis (la demanda de los Bancos Centrales ha compensado más que de sobra la caída de la demanda de activos financieros del sector privado), las valoraciones no han caído, sino más bien lo contrario, a pesar de la enorme caída de beneficios registrada este año – y la esperada para años venideros.

Aunque uno podría argumentar que hemos encontrado el Santo Grial para que los mercados no caigan, hay dos reflexiones importantes al respecto. La primera, los Bancos Centrales han cortado el mecanismo por el cual una (cierta) redistribución de la riqueza ocurriría durante las crisis: si bien es cierto que en una recesión económica los más desfavorecidos perdían los puestos de trabajo, las caídas de valoración de los activos promovían una distribución de la riqueza menos desigual, compensando en parte el primer efecto. Es imposible de determinar cuánto pueden aguantar las democracias actuales con dichas dinámicas, pero lo que ya está entre nosotros es el extremismo político derivado de ellas. La segunda reflexión es que, a pesar de evitar caídas en las valoraciones de los activos, los inversores no deberían sentirse aliviados en lo más mínimo, ya que valoraciones elevadas implican menores rendimientos futuros. En este sentido, la diferencia generacional entre los que tienen activos y quieren mantener las valoraciones (las generaciones antiguas) y los que no, pero quieren capitalizar sus ahorros (los jóvenes), será otro factor a tener en cuenta en los próximos años.

En la presente carta discutiré a fondo las adquisiciones recientes que ha realizado el Fondo, y tal y como prometí en la anterior misiva, he incluido un pequeño apéndice que describe en detalle cómo trabajamos la contabilidad en BrightGate Focus y *cómo la ponemos al servicio de la valoración de compañías de una manera completamente orgánica*.

Concluyo esta introducción al igual que concluimos la de la carta anterior, recordando que los retornos futuros (a siete años, una década) de la renta variable, desde los niveles actuales, serán probablemente negativos en términos reales – incluso asumiendo bajas tasas de inflación. No sé qué evento desencadenará valoraciones más razonables (como dice Taleb, estos eventos son intrínsecamente imposibles de predecir, con lo que uno pierde el tiempo intentándolo), pero una década son muchos años y acabará ocurriendo, a pesar de la aparente omnipotencia actual de los Bancos Centrales. Aunque el día a día de los mercados es el que nos lleva a tomar la mayoría de las decisiones al ofrecernos nuevas oportunidades

de inversión (incluso para los que pasamos días sin mirar las cotizaciones), es importante no perder nunca de vista las grandes dinámicas del largo plazo y estar preparados para ellas.

Comentario nuevas posiciones

A 26 de noviembre, la cartera presenta una rentabilidad en el año de -4,6%, en línea con los índices europeos y mundiales, pero por detrás del S&P500 y del resto de índices estadounidenses. Durante las últimas semanas la valoración del fondo ha subido más que los índices, a pesar de que, paradójicamente, como ahora veremos, la mayoría de nuestras posiciones no están relacionadas con un “*reflation trade*”, ni con un “*value reversal*” ni con ninguna otra frase *du jour* de los mercados.

El porcentaje de inversión ha ido aumentando de manera progresiva los últimos meses, según las oportunidades de inversión han ido apareciendo – y según he ido expandiendo mi universo de inversión. Actualmente, estamos invertidos en 18 títulos (17 emisores, 16 si consideramos a Fannie y Freddie como un único emisor), siguiendo la filosofía de concentración del fondo. El porcentaje de inversión del fondo es de aproximadamente el 85%, representando aproximadamente un 25% la cartera de bonos de alto rendimiento y convertibles, un 51% la cartera de renta variable a largo plazo y un 9% las situaciones especiales. La rentabilidad a vencimiento de los bonos es del 10,4%, con una duración del 2,9. Finalmente, nuestra cartera de renta variable a largo plazo cotiza a unos niveles (ponderados por el peso de cada posición) de EV/NOA de 2,4x, de EV/NOI de 16,3x, teniendo un RNOA del 41,3%.¹

Como mencionaba en la anterior carta, la razón fundamental por las que el porcentaje invertido actualmente no es aún superior es porque, simplemente, las valoraciones actuales no tienen parangón en la historia de las bolsas, con lo que los retornos a medio/largo plazo serán mediocres. Dados los atractivos precios a los que cotizan nuestras posiciones, creo firmemente que la cartera, a pesar del porcentaje de caja, no se quedará atrás si los mercados siguen subiendo, y tendrá una protección extra en caso de que la exuberancia de los mercados desaparezca en algún punto.

A continuación, detallo las principales inversiones que he realizado durante los últimos meses. De las posiciones mencionadas en la carta anterior (Check Point, Consol/Alliance, HC2, Berkshire, Philip Morris CR y Scully Royalty) no ha habido novedades significativas, con lo que no volveré a repetir su caso de inversión aquí:

- **Fabricantes de memoria DRAM (Samsung Electronics, SK hynix, Micron Technologies):** en su conjunto, los fabricantes de memoria presentan la mayor exposición del Fondo a una sola temática, por encima del 20% (9,5% en SEC, 6,8% en SK hynix y 5% en Micron). Aunque cada uno de los tres nombres presenta su propia idiosincrasia, la tesis es común para los tres: la fabricación de memoria DRAM es una industria que en la última década se ha vuelto ultra concentrada (con estos tres fabricantes controlando más del 95% del mercado), con unas barreras de entrada colosales, con unas dinámicas tecnológicas (“el fin de la Ley de Moore”) favorables para la racionalización de la capacidad y finalmente con unos vientos de cola de

¹ EV/NOA: *Enterprise Value to Net Operating Assets*. EV/NOI: *Enterprise value to Net Operating Income*. RNOA: *Return on Net Operating Assets*. La manera en que estructuramos la contabilidad y presentamos los múltiplos la detallo en el Apéndice.

demanda muy fuertes.² Y, sin embargo, los niveles a los que cotizan estas empresas sugieren perspectivas poco atractivas. En general, en el mundo de los semiconductores ha habido una dicotomía tremenda en los últimos años, entre negocios ligeros en capital por un lado (AMD, Nvidia, Qualcomm) y los intensivos por otro lado (TSMC, Samsung), favoreciendo el mercado a los primeros, a pesar de que los recientes problemas de Intel han traído al primer plano, precisamente, la importancia crucial del proceso de fabricación en este sector. En el caso de los fabricantes de memoria, el mercado se ha centrado en la elevada intensidad de capital del negocio, su fuerte ciclicidad, y la (siempre) poca visibilidad a corto plazo. Sin embargo, a largo plazo, los retornos del capital han sido fenomenales, del 20% en SEC, 17% en SK hynix y 15% en Micron. Las tres han crecido su base de activos a un ritmo elevado en la última década (SEC al 9% CAGR, SK hynix al 19% y Micron al 16%) sin penalizar además sus retornos incrementales. A pesar de este crecimiento rentable y de las dinámicas antes mencionadas, SEC cotiza a un múltiplo EV/NOA de 1,9x, SK hynix a 1,4x y Micron a 1,9x, lo que deja los precios de las acciones de los tres fabricantes con amplio recorrido al alza. El posicionamiento relativo que he hecho en el Fondo ha sido en base al liderazgo tecnológico de cada una de las empresas en la fabricación de DRAM, siendo SEC la primera, SK hynix la segunda y Micron la tercera. Aunque de las tres SK hynix es la que cotiza con un descuento mayor sin ninguna razón aparente (tiene todavía algo de ventaja en DRAM sobre Micron y sin embargo cotiza con más de un 30% sobre esta en base al EV/NOA, a pesar de haber tenido históricamente mejores RNOAs), la razón por la que SEC es la principal posición es simplemente por cubrir el potencial riesgo de un comportamiento poco racional de SEC, añadiendo más capacidad de la necesaria. En este escenario, que no se puede descartar y que es el mayor riesgo de la tesis de inversión, SEC sería curiosamente el productor menos afectado, no solo por su exposición a otros negocios (los márgenes de los móviles aumentarían, *ceteris paribus*), sino por su liderazgo tecnológico. El otro riesgo es la competencia china, aunque estimo que en DRAM dicha posibilidad a corto plazo es casi nula, ya que la única empresa con alguna posibilidad de empezar a fabricar a escala en los próximos años (Changxin Memory Technologies) tiene una base de patentes muy floja, por decirlo suavemente.

- **Pilgrim's Pride:** Pilgrim's es el segundo mayor productor de pollos en EEUU, y su mayor accionista es la compañía brasileña JBS. La industria del pollo en EEUU está relativamente consolidado (Tyson y Pilgrim's controlan juntos el 40% del mercado) y la estructura actual se ha mantenido estable durante la última década, es cíclica, tanto por los precios del pollo como por los del maíz y la soja, que representan más del 50% del coste del pollo, y el negocio en general ha sido bastante rentable. Desde su quiebra en 2008 después de una serie agresiva y mal calculada de adquisiciones, Pilgrim's ha emergido como un productor muy eficiente y con un balance conservador. Sus productos van desde los frescos (en los que Pilgrim's vende una gran variedad de pollos, y en donde el peso medio de sus pollos es intermedio, siendo unos dos kilos y medio) hasta los productos ya preparados y listos para cocinar con marca propia.

² Los tres fabricantes también producen memoria NAND, dedicada al almacenamiento de datos. Creo que en los próximos años dicho segmento será menos atractivo que el DRAM por una serie de razones que no explicaré aquí, pero en cualquier caso la tesis de inversión sobre estos fabricantes no depende del segmento NAND. Para aquellos lectores interesados, presenté una tesis sobre SEC hace unas semanas en las que resumo en detalle las dinámicas de la industria más a fondo, y que estaré encantado de compartir.

Estimo que Pilgrim's tiene un negocio, de media, con mejores rentabilidades que sus competidores: mientras Sanderson Farms ha sido siempre capaz de producir a un coste menor al centrarse en pollos de mayor tamaño (de unos tres kilos), el tener menor variedad de tamaño penaliza en momentos en los que el canal de distribución importa, como hemos visto con el cierre de restaurantes durante la pandemia. Por otra parte, las plantas de procesamiento de Pilgrim's son de mayor tamaño que las de Tyson (900k pollos a la semana en el caso de Tyson frente a los 1,2 millones de Pilgrim's), y eso se ha traducido en la rotación histórica de los activos de Pilgrim's y por tanto en sus superiores RNOAs. Los productores de pollo se han visto afectados por la pandemia, dada la incapacidad (a corto plazo) de las plantas de procesamiento de desviar la producción del segmento hostelero a los supermercados. Pilgrim's cotiza a un EV/NOA '19 de 1,5x, conservador si tenemos en cuenta los RNOAs medios del 17% de la última década. Nuestro precio objetivo está entre un 2-2,4x EV/NOA (para una revalorización desde el precio de compra de XXX% aproximadamente). La deuda es manejable y espaciada en el tiempo, y uno de los principales riesgos de la tesis, litigios por fijación de precios, se ha resuelto de manera favorable recientemente.

- **Lukoil:** a pesar de la cantidad de compañías cotizadas dedicadas a la producción de crudo por todo el mundo, es importante entender las pocas empresas que ofrecen realmente buenos activos, un sólido balance y un negocio diversificado (producción más refino), ya que los mejores activos o suelen estar en manos de empresas estatales (Aramco), o en empresas cuyo modelo de negocio tiene cada vez menos que ver con el petróleo (BP, Shell) o en aquellas cuyas decisiones de asignación de capital no suelen ser buenas (Exxon con el *shale*). Afortunadamente, Lukoil se escapa a cualquiera de estas categorizaciones. Es el segundo mayor productor de petróleo ruso, está verticalmente integrado con refinerías y estaciones de servicio (y con un pequeño negocio petroquímico), tiene una deuda mínima, y la mayoría de sus activos son campos convencionales en Siberia Occidental que producen con costes bajos, que están además denominados en rublos y le ayudan a proteger la rentabilidad en momentos turbulentos de mercado. La remuneración total al accionista es atractiva: tomando números del 2019, a precios actuales la rentabilidad ascendería al 13%. La asignación de capital del equipo directivo ha sido históricamente buena, y ha ido mejorando con el tiempo al dejar de invertir en proyectos internacionales (en los cuales Lukoil ha tenido experiencias mixtas) y centrarse en sus activos locales, especialmente el área de refino. El RNOA de Lukoil durante la última década ha sido del 12,5%, superior (y mucho menos volátil) que el de la mayoría de sus competidores, y a la vez cotiza a un EV/NOA de 0,8x. Aunque, como comentaba en la última carta, las dinámicas a corto plazo del petróleo no son halagüeñas (incluso con la aparición de una vacuna), Lukoil será uno de los productores que emergerán de este ciclo, y a estas valoraciones esa potencial corriente de beneficios es atractiva.
- **PBF Logistics:** hemos comprado los bonos de PBF Logistics (PBFX) al 2023, con una rentabilidad a vencimiento superior al 10%, pero que estimo que en menos de año y medio arrojarán una rentabilidad total del 20% (13% en revalorización a par y el resto en cupón), y con un riesgo que estimo como muy bajo. Los principales activos de PBFX son oleoductos y terminales de almacenamiento que sirven a las refinerías de su espónsor, PBF Energy. Tras haber hecho una adquisición estratégica razonable, pero con un timing extremadamente desafortunado a finales del año pasado (la

refinería Martínez en California), PBF Energy está en serios problemas con su deuda, ya que sus refinerías han estado funcionando muy por debajo del 85% de capacidad (límite para operar una refinería de manera rentable) por la caída de la demanda de la gasolina – y de keroseno. Los bonos de PBFX han caído en simpatía con los de su matriz, por miedo a cierres definitivos de las refinerías de ésta, en los que en ese caso los activos de PBFX no valdrían nada porque perderían a su principal cliente. Sin embargo, creo que dichos miedos son infundados, ya que las únicas refinerías no competitivas de PBF eran las que operaban en la Costa Este, de las cuales una ya ha cerrado, aunque seguirá operando de manera conjunta con otra refinería cercana de PBF. Del resto de refinerías (una en el Golfo de México, una en Ohio y dos en California), no preveo ningún cierre, ya que las refinerías del Golfo de México y Ohio están en posiciones ventajosas a la hora de obtener diferentes tipos de crudo (esta última importa crudo canadiense), mientras que en California ha habido ya una importante racionalización de capacidad de refino (por parte de Marathon y Phillips 66), con lo que creo que el mercado californiano empezará a ser rentable a partir del segundo trimestre del año que viene. PBFX ha mantenido su compromiso de seguir recomprando deuda, y mientras tanto sus contratos (con compromisos de volúmenes mínimos) la protegen de una nueva recaída de la demanda de cara a los próximos meses.

Durante el invierno seguiré monitorizando las condiciones económicas, que preveo serán mucho más duras de lo que vaticinan muchos analistas y los principales organismos internacionales. Al igual que mencionaba en la carta anterior, sigo pensando que según la crisis económica se vaya haciendo cada vez más evidente, las oportunidades de inversión irán surgiendo.

En febrero les enviaré otra carta con la actualización del cierre del año y las noticias más significativas sobre nuestras posiciones. Mientras tanto, que pasen unas felices fiestas.

Atentamente,

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. Breve manual de contabilidad y valoración del BrightGate Focus

Creo que es buen momento para escribir unas líneas sobre cómo pienso sobre el nexo entre contabilidad y valoración, y cómo dicho esquema informa mis decisiones a la hora de invertir. Como habrán podido observar en estas dos últimas cartas, las métricas resumen que reporto de la renta variable no suelen presentarse en otros fondos, y aquí argumentaré por qué tienen mucho más contenido informativo que las métricas tradicionales, y cómo están ligadas de una manera indisoluble tanto al negocio de las empresas como a su contabilidad. En otras palabras, son las métricas que me gustaría que me presentasen a mí si estuviese yo en su lugar intentando obtener un resumen claro de la cartera del Fondo.

Aunque se suele afirmar que la valoración no es una parte diferencial del proceso de inversión, ya que está “todo descubierto”, no puedo estar más en desacuerdo con dicha afirmación. Aunque al final el éxito de una inversión se reduce al conocimiento del negocio y a las propias dinámicas de este a futuro, una valoración y un estudio de la contabilidad correctos permiten entender mejor el negocio y evitar errores graves más tarde.

La exposición que sigue es necesariamente una simplificación sobre nuestros modelos financieros, pero será suficiente para entender el marco conceptual.³ El método que uso para la valoración es el método de los beneficios residuales (o beneficios económicos, como se les conoce en la literatura académica), que nos dice que el valor de todo activo es el valor en libros actual más todos aquellos beneficios futuros descontados obtenidos por encima del coste del capital de la empresa –beneficios económicos o residuales. Si tenemos un activo con valor en balance de 100€, que esperamos vaya a obtener retornos del 7% (7€ de beneficios a perpetuidad), y nuestro coste del capital es del 7%, el activo debería estar valorado a su valor en libros, ni más ni menos.

Matemáticamente:

$$EV = NOA + \frac{NOI - r * NOA}{r - g} = NOA + \frac{(RNOA - r) * NOA}{r - g}$$

Donde *NOA* son los activos operativos netos (patrimonio neto más deuda financiera neta), *NOI* es el beneficio operativo neto (neto de impuestos), *RNOA* es el retorno sobre los activos operativos netos (beneficio operativo neto dividido entre los activos operativos netos), *r* es la tasa de descuento y *g* la tasa de crecimiento – de los beneficios residuales.⁴ Como se puede comprobar en el segundo término de la expresión, si la rentabilidad esperada es igual a nuestro coste del capital el término desaparece, siendo igual el valor de la empresa a los activos operativos netos.

Cabe señalar que el método anterior, aun siendo matemáticamente equivalente al modelo de descuento de flujos de caja libres, tiene varias ventajas enormes respecto a este en la práctica. En primer lugar, el método de los beneficios residuales reconoce parte del valor en la actualidad (los *NOAs* actuales), y no espera a reconocer todo el valor a algún momento

³ Para aquellos que deseen una lectura más detallada, ver Stephen Penman (2012) *Accounting for Value*, Columbia University Press.

⁴ Los activos operativos son aquellos activos necesarios para el funcionamiento del día al día de una empresa, mientras que los activos operativos netos son los activos operativos (inventarios, cuentas a cobrar, inmovilizado, goodwill) menos los pasivos operativos (cuentas a pagar, ingresos diferidos, impuestos a pagar). Por otra parte, los beneficios operativos suelen ser igual (no siempre) al EBIT menos los impuestos asociados a este (sin el escudo fiscal de los intereses), menos todas aquellas partidas que van directamente al estado de patrimonio global sin pasar por la cuenta de resultados (y que se suelen presentar ya netas de impuestos), como son ajustes a los planes de pensiones (*defined benefit*), translaciones de balance por divisa y cambios de valor en ciertos derivados.

futuro del tiempo, como ocurre con los flujos de caja libres, con lo que la incertidumbre se reduce sustancialmente – es más fácil saber qué tenemos ahora que realizar una predicción a 7 años vista. Y, en segundo lugar, el método de los beneficios residuales se puede aplicar a aquellas empresas que están creciendo, que están todavía en su fase de inversión y que por lo tanto no generan flujos de caja libres, mientras que a la hora de valorar por flujos de caja libres uno debe hacer la ficción de suponer que la empresa parará de invertir en algún momento futuro, y a partir de ahí cosechará el fruto de las inversiones realizadas – un ejercicio difícil y de dudosa utilidad práctica.

Por otra parte, si comparamos los beneficios residuales con otro método ampliamente utilizado por los analistas, el método de los múltiplos, la valoración por beneficios residuales calcula el valor intrínseco de un activo en base a sus fundamentales, y no en base a lo que piensan otros. De hecho, si uno se cataloga como “inversor activo” es difícil encontrar un método peor para valorar que los múltiplos, ya que asume que la empresa bajo consideración está mal valorada, mientras que sus comparables no lo están, y que por lo tanto la brecha de valoración no tiene sentido. Obviamente, aunque esa situación pueda ocurrir alguna vez, es un mal punto de comienzo para el éxito de una inversión. En definitiva, *en una valoración en la que queremos calcular un precio no se deberían poner otros precios (ej. expectativas del mercado como input del modelo), ya que es un ejercicio básicamente autorreferencial.*

Por último, valorar a través de los beneficios residuales tiene una ventaja poco apreciada pero fundamental. Permite conectar la realidad contable de la empresa (activos operativos, rentabilidades) con la valoración directamente. Para calcular el valor de un activo solo hace falta tener una idea del *RNOA* (que gracias a la fórmula de Dupont viene determinado por los márgenes del negocio y la rotación de los activos) y del crecimiento esperado de los beneficios residuales. Nada más.

Hasta aquí la teoría. ¿Por qué las tres métricas que presento de la cartera (*RNOA*, *EV/NOA*, *EV/NOI*) presentan un buen resumen de la cartera y de su potencial de revalorización? Si en la anterior expresión dividimos ambos términos por *NOA* y reorganizamos nos queda:

$$\frac{EV}{NOA} = \frac{RNOA - g}{r - g}$$

Es decir, el múltiplo *EV/NOA* (que es un ratio valor en libros pero sin tener en cuenta el efecto del apalancamiento) se puede expresar en función del *RNOA*, la *r* y la *g*. Y finalmente, si queremos ser conservadores y suponemos que la empresa no tendrá ningún crecimiento a futuro, la expresión se simplifica aún más:⁵

$$\frac{EV}{NOA} = \frac{RNOA - g}{r - g} \xrightarrow{g=0} \frac{RNOA}{r}$$

Por ejemplo, Pilgrim's Pride, empresa que hemos comentado antes, cerró el 25 de noviembre a un valor de 19,3\$ por acción, lo que multiplicándolo por 250 millones de acciones y sumándole la deuda neta y los minoritarios daba un valor de empresa de \$6,8bn. Dado que los activos operativos netos de Pilgrim's a cierre de 2019 eran de unos \$4,5bn., el *EV/NOA* implícito era de 1,5 veces. ¿Cómo de realista es la valoración del mercado? Durante la última década, Pilgrim's obtuvo un retorno medio sobre sus activos del 17% e hizo crecer sus

⁵ Dado que el *EV/NOI* (equivalente a un múltiplo *PER*, pero desapalancado) es simplemente el *EV/NOA* multiplicado por la inversa del *RNOA*, el *EV/NOI* sin crecimiento se expresaría como $\frac{EV}{NOI} = \frac{1}{r}$, o la inversa de la tasa de retorno requerida.

beneficios residuales de manera razonable. Si somos conservadores y asumimos un crecimiento de cero a futuro (la industria del pollo ha venido creciendo a tasas del 2-3% durante la última década, ganando cuota al vacuno y al cerdo gracias a su competitividad en precios, y espero que siga siendo así después de una crisis económica como la actual) y le aplicamos una tasa de descuento de, por ejemplo, el 8%, la valoración de Pilgrim's quedaría:

$$\frac{EV}{NOA} = \frac{RNOA}{r} = \frac{17\%}{8\%} = 2,13x$$

Es decir, si nuestro conocimiento del negocio es acertado y Pilgrim's gana a futuro un 17%, la acción debería de cotizar a 2,1 veces el valor de sus activos en libros, y no a los 1,5 a los que cotiza. Podríamos también hacer ingeniería inversa y calcular cuál es la rentabilidad implícita que estamos comprando con la acción a estos niveles. Dado que Pilgrim's está cotizando a un EV/NOA de 1,5, para un $RNOA$ de un 17%, la rentabilidad implícita es de:

$$\frac{EV}{NOA} = \frac{RNOA}{r} = 1,5x = \frac{17\%}{i?} \rightarrow r = 11,3\%$$

Es decir, el proceso de valorar un negocio se reduce, de manera simplificada, a:

1. Entender qué determina el $RNOA$ de una empresa y cuál ha sido su evolución y hacer una estimación a futuro. El $RNOA$ es simplemente el margen multiplicado por la rotación de activos, con lo que *los beneficios residuales nos obligan a entender cómo funciona la fijación de precios de la empresa y su estructura de costes (margen), así como la eficiencia utilizando sus activos (rotación)*.
2. Entender si la empresa va a *seguir creciendo sus volúmenes de activos y reinvirtiéndolos a tasas rentables (g)*. No vale de nada, por ejemplo, hacer una enorme adquisición para aumentar las ganancias contables (y dejar contentos a los analistas) si la rentabilidad de esa inversión no supera el coste del capital.

Concluyendo, a la hora entender el potencial de la cartera del BrightGate Focus, *aconsejaría en general a nuestros inversores tomar para cada acción la columna del $RNOA$ ⁶ y dividirla por una tasa de descuento del 8% (asumiendo de manera conservadora un crecimiento del 0%), para de esa manera obtener un EV/NOA objetivo, que se puede comparar con el EV/NOA actual al que cotiza una acción determinada* – y ver por lo tanto el potencial de ganancia o pérdida. Me parece un método más simple, elegante y transparente que el convencional, que es ir fijando precios objetivos individuales a cada acción – los cuáles los inversores no saben cómo han sido obtenidos. De la manera que reportamos en BrightGate Focus, nuestros inversores entienden rápidamente i) cuál ha sido la rentabilidad histórica de nuestros principales negocios (que seguramente no será igual a futuro), con lo que pueden tener al alcance una métrica tan importante y que les fuerza a pensar como “propietarios” de estos negocios, y ii) aplicar la tasa de descuento que crean más apropiada según sus necesidades particulares.

Desde este punto de vista, no es de extrañar que Buffet haya venido religiosamente presentando el valor en libros en sus cartas anuales en primera página...

⁶ Por simplificación, he optado por reportar en las actualizaciones mensuales la media del $RNOA$ de los últimos tres años. Aunque la elección es arbitraria, he intentado alcanzar un compromiso entre simplemente presentar el $RNOA$ del último año (que puede ser irrelevante en el caso de industrias cíclicas) o el $RNOA$ de la última década, que puede dar lugar a confusión en aquellas empresas en las que ha habido cambios permanentes recientes en su rentabilidad, o simplemente impracticable porque no se tienen tantos años de observaciones.

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).