

Principales posiciones de BrightGate Focus

NOTA DEL EDITOR: Estas ideas de inversión son obtenidas de una carta semestral de BrightGate Focus, FI.

* * *

Detallo las principales posiciones de la cartera, explicando la valoración y las principales razones de nuestra inversión en ellas:

Check Point Software

Check Point [CHKP] es la principal posición en el fondo, ya que cumple con todos los requisitos que le pido a las inversiones a largo plazo: tiene un elevado nivel de caja en el balance (que oscurece la rentabilidad real de la empresa en los “*screenings*”), opera en un sector rentable y en crecimiento, el historial de M&A ha sido disciplinado (a diferencia de sus competidores) y el equipo directivo tiene un largo historial, habiendo fundado la empresa (y creando los primeros *firewalls* comerciales) y teniendo todavía un porcentaje significativo de la misma actualmente. Finalmente, la empresa cotiza a múltiplos atractivos y es altamente rentable. El mercado considera a Check Point la empresa aburrida en el mundo de la ciberseguridad, ya que su crecimiento en ventas de los últimos años ha estado por debajo del crecimiento del sector. El renovado énfasis en la parte de distribución durante los tres últimos años, especialmente en la parte de Norteamérica, así como el movimiento hacia un modelo más recurrente de ingresos por suscripción, ayudarán a mejorar la percepción del mercado sobre la calidad del producto de la empresa. La solución *Infinity* ofrecida por la empresa, que protege de los riesgos de manera integral tanto en la nube, como en la red interna y en los dispositivos móviles, está teniendo gran aceptación entre sus clientes. El movimiento hacia la nube, así como la mayor importancia de la ciberseguridad debido a la tendencia del teletrabajo, impulsará aún más las medidas tomadas por la empresa anteriormente descritas.

Estimo que el precio objetivo podría estar en torno a los 140-160\$ por acción, aproximadamente un 35% sobre los niveles actuales a los que cotiza.

Carbón térmico

Nuestras inversiones en carbón térmico las hemos realizado a través de los dos productores de más bajo coste de Estados Unidos, **Consol Energy [CEIX]** y **Alliance Resource [ARLP]**, y dado el pesimismo extremo hacia el sector, lo hemos hecho a través de sus bonos, que considero pagan rentabilidades suficientemente atractivas para la generación de caja que se puede esperar de estas empresas a lo largo del ciclo. Tanto Consol como Alliance operan minas que producen carbón térmico con un alto poder calorífico, y tienen además soluciones logísticas que permiten exportar dicho carbón fuera de Estados Unidos. Consol opera tres minas *longwall* que están integradas en un mismo complejo en Pennsylvania, así como una terminal de carga seca en Baltimore, mientras que las minas de Alliance tienen un volumen más bajo de producción y una menor mecanización, pero su equipo directivo ha sido históricamente capaz de operarlas de manera muy flexible en función de las condiciones de mercado, habiendo convertido a Alliance en el operador cotizado más rentable de Estados

Unidos en las últimas dos décadas. Alliance tiene además también un negocio significativo de royalties de petróleo que, aunque se ha visto fuertemente penalizado en los últimos meses, todavía es una fuente de valor importante. La generación de caja de ambas empresas con precios de carbón “medios” es monstruosa: Alliance ha venido generando en los últimos años flujos de caja libres de media de \$300M (después de las inversiones en el negocio de los royalties), frente a una deuda neta actual de \$761M, mientras que Consol ha venido generando flujos medios de \$200M para una deuda actual inferior a \$750M. Pocas veces se pueden comprar negocios a menos de 3x el flujo de caja libre que son rentables actualmente y que no van a desaparecer mañana. Las deudas de ambas compañías están cotizando además con descuentos significativos al par, “creando” un valor de la empresa (EV) sustancialmente inferior para quien compra deuda con dichos descuentos. En los próximos meses, según los competidores sigan cerrando minas y, sobre todo, el gas asociado a la producción de petróleo se vaya reduciendo, el precio del carbón térmico subirá, posicionando tanto a Alliance como Consol favorablemente de cara a 2021 y 2022. El mundo en desarrollo va a seguir necesitando una energía barata para desarrollarse, y eso va a ser más cierto aun después de los estragos que la crisis económica desafortunadamente causará en estos países. El precio objetivo que manejo tanto para Alliance como para Consol es el par, representando un 50% de revalorización y más del 100% respecto a los niveles actuales, respectivamente. Es posible que durante los próximos meses bajemos la posición en ambas de manera marginal, con la posibilidad de dar entrada a los bonos de otra empresa de carbón térmico con rentabilidades similares, con el fin de diversificar el riesgo intrínseco que tenemos en Consol y en Alliance, pero manteniendo al mismo tiempo constante nuestra exposición al carbón térmico. El interés cada vez mayor en estrategias ESG prácticamente garantiza que estas compañías seguirán siendo poco atractivas durante bastante tiempo, siendo por lo tanto la inversión a través de deuda nuestra solución preferida.

HC2 Holdings

HC2 [HCHC] es un conglomerado liderado por Philip Falcone, un ex gestor de *hedge funds* reconocido en EE.UU. que, tras una prohibición de la SEC de gestionar *hedge funds* por un período de tiempo, realiza ahora sus inversiones a través de HC2, un vehículo cotizado con inversiones en negocios tan dispares como la construcción, estaciones de televisión, biociencia, estaciones de repostaje de gas natural y seguros. Nuestra posición en HC2 está estructurada a través bonos primera hipoteca y bonos convertibles. La razón de haber comprado la deuda de HC2 en vez de sus acciones es el elevado apalancamiento del grupo: aunque creemos que Falcone seguirá vendiendo negocios a valoraciones atractivas para continuar el proceso de desapalancamiento empezado el año pasado, creo que las incertidumbres actuales hacen que la proposición de entrar como accionistas sea altamente arriesgada. En cualquier caso, a través de nuestra posición en las convertibles tenemos un colchón adicional de protección contra pérdidas, así como bastante potencial al alza: con un descuento del 20% sobre el par de los bonos, estimo que las convertibles podrían tener un potencial de revalorización de casi el doble en un escenario base, y algo más en caso de que las desinversiones del grupo se hagan a múltiplos elevados. Hay una tesis de inversión publicada sobre el grupo que estaré encantado de facilitar a quién esté interesado en leer en profundidad sobre la compañía.

Berkshire Hathaway

Berkshire Hathaway [BRK-A; BRK-B] es una empresa que no necesita presentación. A pesar del excelente historial del que ha sido el mejor inversor de todos los tiempos, el mercado se ha mostrado escéptico sobre las posibilidades de Berkshire de encontrar

oportunidades de inversión interesantes en el entorno actual. Por un lado, se argumenta que lo peor ya ha pasado y que Berkshire no ha estado lo suficientemente rápida y, por otro lado, que muchos de los negocios de Berkshire sufrirán durante la crisis, afirmaciones con las que discrepo. La mayoría de las filiales de Berkshire son líderes en sus áreas de negocio, y están mejor capitalizadas tanto para aguantar la crisis económica como para realizar inversiones oportunistas cuando se presenten. Como he explicado antes, creo que lo peor está por llegar en el terreno económico, y Warren y su equipo de directivos sabrán encontrar un lugar para los más de \$100bn. que tiene Berkshire en caja. Estimo un valor objetivo de unos 220\$ por acción (clase B) y rentabilidades anuales del 7% una vez alcanzado dicho precio objetivo.

Philip Morris ČR

Es la filial checa de Philip Morris International, y su actividad se centra en la producción y distribución de los productos de Philip Morris en República Checa y Eslovaquia. A diferencia del resto de universo de tabaquerías, **Philip Morris ČR [FRA: TBK]** presenta un balance muy sólido sin ninguna deuda (tiene CZK6bn. respecto a una capitalización bursátil de CZK38bn.), y con un poder de precios que creo todavía tiene mucho recorrido al alza si comparamos los precios de una cajetilla de Marlboro en la República Checa y Eslovaquia respecto a otros sitios del mundo. El negocio del tabaco es, además, el negocio más resistente al ciclo por excelencia. Philip Morris ČR cotiza a unos múltiplos muy atractivos: creemos que la empresa en un escenario base podría generar alrededor de unos CZK3bn. al año en beneficios operativos residuales con crecimientos del 2%, lo que justificaría un EV de unos CZK55bn, frente a los CZK32bn a los que cotiza actualmente. A nivel de riesgos, el mayor riesgo será el movimiento de fumadores desde el negocio tradicional de cigarrillos al de tabaco calentado, ya que los márgenes que obtiene Philip Morris ČR al ser una mera distribuidora de los nuevos productos son marcadamente inferiores.

Scully Royalty

Scully Royalty [SRL] es de las pocas empresas pequeñas en las que he tenido suficiente convicción para invertir una parte no insignificante del patrimonio, ya que creo que el potencial de pérdida es limitado y el descuento al que cotizan las acciones elevado, más si se tiene en cuenta el potencial de que dicho diferencial se cierre a corto plazo. Scully es una empresa con una historia compleja de desinversión de activos, y aunque actualmente tiene todavía una colección de activos que están en fase de desinversión, el activo más valioso es un royalty del 7% sobre la mina de Wabush (Canadá), que produce mineral de hierro. La mina estuvo cerrada unos años por unos problemas técnicos (ya solucionados) que la hacían ser poco competitiva a los precios del hierro de hace unos años, pero se reabrió el año pasado bajo el control de Cargill y un fondo de inversión con una capacidad de producción máxima de 6 millones de toneladas al año. Si asumimos una producción de 5 millones al año y precios del hierro de 80\$ por tonelada (el mineral de Wabush, al tener una concentración del 65%, se vende con una prima respecto al de los índices), y aplicamos la tasa actual impositiva en Canadá del 20%, el royalty produciría unos ingresos de unos \$22M al año, que dependiendo de la tasa de descuento a aplicar, y sin querer ser demasiado precisos, implicaría una valoración del royalty de entre \$176M y \$308M, frente a la capitalización bursátil de la compañía a cierre de mayo de unos \$100M, que a cierre de 2019 tenía unos \$35M de caja neta en el balance y otros activos que están en el proceso de ser monetizados (y que estimamos de valor adicional entre \$20M y \$40M). Dado que este va a ser el primer semestre en el que royalty va a estar totalmente en funcionamiento y por lo tanto reportado en las cuentas a cierre de junio, creemos que el mercado (y algunos algoritmos) reconocerá el valor de este activo a lo largo del año. La estructura accionarial, en la que tres inversores

concentran la mayoría de las acciones, ayudará a la realización de este valor. Para mi sorpresa, los precios del mineral de hierro se han mantenido robustos hasta la fecha, en torno a los 90\$, ayudados principalmente por los problemas de Vale en varias de sus minas. La inversión tiene dos riesgos fundamentales a largo plazo: el primero, riesgos de sobreexposición a un solo activo, derivados de los riesgos operativos de la propia mina (inundaciones, peores reservas de las estimadas, destrucción por cualquier causa del activo), y, en segundo lugar, que el equipo directivo tome pobres decisiones de asignaciones de capital con los dividendos del royalty. Aunque a corto plazo los precios del mineral de hierro pueden ser volátiles, a largo plazo es difícil que caigan de manera permanente por debajo de los 70\$, debido a los desafíos cada vez mayores de encontrar depósitos de cierto tamaño y que sean rentables a esos precios.