

24 de septiembre de 2023

“La cultura no es lo más importante, es lo único.” Jim Sinegal, fundador de Costco

Amigo/a Owner,

Esta ha sido la rentabilidad de los fondos en la primera mitad de 2023:

Fondo	Rentabilidad 1S 23
Conviction	26,56%
Resilience	19,68%
Focus	10,25%
Índice ACWI	11,45%

POTENCIAL	
Focus →	>20%
Conviction →	15-20%
Resilience →	10-15%
	5-10%
	<5%

Termómetro y potencial

Hemos añadido junto al rendimiento un nuevo apartado con la **rentabilidad media que esperamos en cada fondo los próximos 5 años**. Lo expresamos en 5 tramos: <5%, 5-10%, 10-15%, 15-20% y >20%.

Este potencial se basa en la diferencia entre el precio de hoy y lo que estimamos que valdrán nuestras empresas dentro de 5 años. Nos parece útil que tengas una referencia de su valor frente al precio.

Nuestro objetivo es **batir al índice mundial ACWI a largo plazo**. La rentabilidad histórica de índices mundiales está en torno al **8-10% anual**. Como en el mundo hay alrededor de **50.000 empresas cotizadas**, deberíamos ser capaces de tener siempre en los fondos un grupo de 30-40 que, cumpliendo con nuestros requisitos de **cultura, calidad y precio**, nos dé un potencial superior al 10%.

Invertir recurrentemente la misma cantidad todos los meses es la manera más fácil de tener éxito invirtiendo y, si además haces **aportaciones adicionales a precios bajos**, puedes potenciar aún más tu rentabilidad. En momentos en los que los precios estén caros y el potencial caiga por debajo del 10%, puede ser un momento de esperar y no hacer aportaciones extraordinarias. Por el contrario, si hay precios baratos y el potencial es superior al 15-20%, puede ser un momento de hacer aportaciones superiores a las habituales.

Aunque en 2023 ha habido subidas, el potencial de rentabilidad de los próximos años sigue siendo muy alto, al seguir cotizando muchas de nuestras compañías a **precios extremadamente baratos**. Varias empresas de crecimiento de Conviction y Focus cotizan a menos de 10 veces beneficios.

Qué buscamos

Hay distintas maneras de ganar dinero invirtiendo. La que más nos gusta es comprar **empresas extraordinarias a precios razonables** y ser propietarios de ellas mientras esos dos requisitos sigan cumpliéndose. A corto plazo (menos de 5 años), el precio puede hacer cosas muy distintas a la evolución del valor, pero a largo plazo siempre termina siguiendo la evolución del beneficio por acción. Si nuestras empresas aumentan su beneficio a un ritmo determinado durante muchos años, el precio va a tener una evolución muy parecida.

¿Qué hace a una empresa extraordinaria?

Para nosotros dos cosas: su gente/cultura y su negocio.

Empecemos por lo más importante, su gente. Una empresa no es más que un grupo de personas utilizando ciertos recursos para resolver un problema a la sociedad. La calidad de esas personas es lo que más va a afectar al futuro de la empresa. **La cultura es a una empresa lo que el carácter es a una persona.** Buscamos 3 cualidades: integridad, determinación y habilidad.

La segunda característica es que su negocio genere **retornos altos** con el capital que invierte, que sea **defendible** frente a competidores e, idealmente, que pueda seguir **reinvirtiendo** capital a esos retornos altos durante **mucho tiempo**.

Usaremos como guía **Constellation Software** (CSU, todas las cifras en \$ canadienses), en la que empezamos a invertir hace 9 años y está en los 3 fondos. Es una empresa canadiense que adquiere pequeñas empresas de software vertical.

Cuando la estudiamos en 2014, vimos en **Mark Leonard** a un fundador que estaba haciendo lo que en inglés llaman su “**life’s work**”, el trabajo de toda una vida. Nos encanta que el fundador de la empresa la siga dirigiendo después de muchos años. Para un fundador su empresa es normalmente algo más que una manera de ganar dinero. Es su creación, casi como un hijo. Las decisiones que toma un fundador suelen ser a más **largo plazo** que las que toma un CEO que sabe que no va a estar más de 5-7 años en una empresa. Leonard tiene la mayor parte de su patrimonio personal invertido en CSU y no cobra salario, por lo que sus **incentivos están alineados** con los nuestros. Y no sólo los suyos. Los trabajadores son propietarios del 15% de la empresa (incluyendo el 5% de Leonard). Cuando algo es tuyo, lo cuidas más.

CSU tiene una fuerte cultura de **Ownership** (sentido de propiedad). Los ejecutivos deben asignar el **75% de su bonus** (pagado siempre en efectivo) a **comprar acciones** de la compañía en el mercado. Además, hay una gran **descentralización** y cada filial es totalmente independiente a la hora de tomar decisiones operativas, manteniendo la matriz únicamente la decisión sobre la asignación del capital (adquisiciones grandes).

Las empresas que adquiere CSU venden software para nichos específicos dentro de distintos sectores como sanidad, transporte, educación o inmobiliario. Como el mercado potencial de estos nichos es muy limitado, las grandes empresas del sector los ignoran. Leonard se dio cuenta de que, aunque el crecimiento potencial es pequeño en cada nicho, siguen siendo empresas de **software**, que es un gran negocio en sí mismo. El software suele tener **ingresos recurrentes con márgenes altos, necesita poco capital y tiene clientes cautivos**, (es difícil cambiar de proveedor una vez que se ha aprendido a utilizar el producto y está integrado en el día a día de una empresa). CSU empezó a comprar este tipo de empresas y aglutinarlas bajo un mismo paraguas, reduciendo gastos en funciones comunes como contabilidad, recursos humanos, legal, etc. Los beneficios que generan las empresas adquiridas son reinvertidos en hacer nuevas adquisiciones, que son la fuente de crecimiento.

Desde que se fundó en 1995 hasta 2023 ha adquirido **más de 750 empresas**. En todo este tiempo únicamente ha vendido una y Leonard todavía se arrepiente de la venta. No vender les da una **reputación**. Los vendedores a los que adquieren las empresas suelen ser empresarios a los que generalmente les gusta saber que su creación tiene un hogar permanente en CSU y no va a estar cambiando de manos constantemente como ocurre si la venden a un fondo de capital riesgo.

Cuando invertimos en CSU por primera vez a finales de 2014, sus ventas eran de 1.844M y su beneficio de 362M. Pensábamos que podrían crecer a más del 15% durante muchos años. En 2023 sus ventas van a estar en torno a los 11.300M y su beneficio en 2.200M, habiendo **multiplicado ambos x6 en 9 años**, un 22% anualizado. Como consecuencia, la acción ha pasado de 335\$ a 2.700\$, un 26% anualizado. A más largo plazo, Leonard y su equipo han multiplicado el precio de su salida a bolsa en 2006 de 17\$ **x159 en 17 años** que, sumado a los dividendos, ha resultado en una rentabilidad del 36% anualizada.

El problema que se percibe en CSU desde hace tiempo es que, a medida que se hace más grande, necesitará muchas más adquisiciones pequeñas cada año para mantener el ritmo de crecimiento. Aunque la ralentización es inevitable, tienen una lista interna de más de **40.000 adquisiciones potenciales** (y piensan que sólo cubre el 30% de su mercado total). La alternativa es **comprar empresas más grandes**, por las que tendrá que pagar precios más altos al haber más interesados. Es algo que ya está empezando a hacer en combinación con la salida a bolsa de parte de algunas filiales (Topicus, Lumine).

Aunque es difícil que los próximos 20 años sean como los 20 anteriores, pensamos que seguirá siendo una buena inversión. La ventaja de invertir en gente excepcional es que las sorpresas suelen ser positivas.

Ahorra, multiplica, espera y disfruta.



Jaime Carrasco Houston
CEO/CIO