

24 septiembre de 2024

Amigo/a Owner,

Esta ha sido la rentabilidad de los fondos en el primer semestre de 2024:

	Conviction	Resilience	Focus	Potencial 5 años anualizado
Rentabilidad 1S24	7,20%	0,55%	4,81%	
Precio 09/24	60	134	36	
Valor estimado 09/24	178	236	110	
Diferencia	197%	76%	206%	

Focus → >20%

Conviction → 15-20%

Resilience → 10-15%

Lo más difícil

Entras en tu área de Owner. Tu posición está un 30% por debajo de lo que invertiste hace un año. Lo primero que piensas es *“estos de Rolnik no saben lo que están haciendo... ¿por qué habré invertido si yo no sé nada de esto?... ya me habían dicho que la bolsa es una lotería”*.

Cuando inviertes en empresas cotizadas, **Lo más difícil** es ignorar los movimientos a corto plazo (menos de 5 años) del precio y **centrarse en la evolución del valor**. A largo plazo, precio y valor van de la mano, pero a corto pueden ser muy diferentes.

Es la principal razón por la que, **aunque la bolsa siempre sube a largo plazo, no todo el mundo gana dinero invirtiendo** en ella. El problema es que, si no tienes una referencia de cuál es el valor de lo que tienes, es complicado evaluar cómo va tu inversión más allá de lo que se haya movido el precio. Desgraciadamente, ese valor es una cifra que no aparece en ningún sitio.

Lo que sí aparece en todos lados es el precio y en eso es en lo que nos solemos centrar. A mí a veces también me pasa y eso que llevo haciendo esto desde hace tiempo. Cuando el precio de una de nuestras empresas sube un 40% en un día (como **Clearpoint** el pasado 8 de agosto), la primera emoción es *“vale un 40% más que ayer”*. Tengo que recordarme que **lo que haga el precio un día o un mes o un año no importa**. Como mucho puede llegar a ser una oportunidad de comprar o vender, pero nada más. **No tiene ninguna correlación necesaria con la evolución del valor**.

El valor de una empresa evoluciona de forma mucho más progresiva día a día cada vez que perfecciona su producto, da buen servicio a sus clientes, amplía mercados, contrata talento, pule su cultura, etc. En definitiva, cada vez que mejora para poder vender más y ganar más.

Pongamos una buena empresa que crece su valor un 15% de un año a otro. Esto equivaldría a subir un 0,056% cada día de los 250 que hay de cotización al año. Ahora imagina una empresa singular que haya **creado mucho valor y valga un 40% más** de un año a otro. Aun así, **debería subir un 0,135% al día**. Esto contrasta con movimientos diarios del 3-5% que son algo normal e incluso del 15-20% que pasan tan a menudo que no sorprenden a nadie.

Las opiniones y emociones de la gente varían mucho más que el valor de las empresas. La buena noticia es que, gracias a esa diferencia, siempre habrá oportunidades de comprar empresas extraordinarias a buenos precios.

Un ejemplo de esto es lo que pasó en el fondo CGM de Ken Heebner. Fue el mejor fondo de inversión americano en la década 2000-2009. **El fondo consiguió una rentabilidad del 18% anual** en un período en el que la bolsa americana dio rentabilidades negativas. Lo increíble es que **el inversor medio en este fondo perdió un 11% anual**.

¿Cómo se explica que el inversor medio tuviera una rentabilidad un 30% inferior a la del propio fondo en el que invirtió? La respuesta es la tendencia humana a comprar algo cuando ha subido y a vender cuando ha bajado. Aunque sea **obvio que algo tiene menos riesgo y más potencial cuando su precio es más bajo**, la gente no consigue evitarlo.

Esto está muy bien y lo hemos comentado varias veces, pero ¿cómo lo solucionamos? **Hemos incluido en la tabla lo que pensamos que valen nuestros fondos junto a su precio.** Quiere decir que si el mercado te ofrece 1.000€ por tu posición de Conviction, nosotros pensamos que vale 3.000€, aunque el mercado no te esté ofreciendo eso ahora mismo. Lo que te ofrecen en un momento dado no tiene por qué coincidir con el valor. Es parecido a si tienes una casa en venta y no recibes ninguna oferta. No pensarías que su valor es cero simplemente porque eso es lo que te ofrecen en ese momento. Es cuestión de tiempo que el mercado te haga una oferta que refleje su valor. También quiere decir que lo que inviertes ahora lo estás comprando con un descuento del 66%.

La mayoría de los fondos no dan su estimación de lo que creen que vale por miedo a poner una cifra y que no se cumpla pasado un tiempo. El precio que se paga por evitar eso es que **el inversor no sepa cual es la diferencia entre el valor y el precio** de su inversión en cada momento. Como no tiene una referencia, no sabe cuándo es mejor momento para invertir más.

En Rolnik te ayudamos a multiplicar tus recursos eligiendo por ti las mejores empresas del mundo y los momentos de compra y venta. Pero **gran parte del trabajo de esa multiplicación lo haces tú**, ahorrando, invirtiendo recurrentemente, aguantando en las caídas (e idealmente invirtiendo más) y siendo paciente durante años para que la multiplicación sea exponencial.

Entonces, aunque corramos el riesgo de parecer demasiado vendedores al poner el valor que estimamos, lo incluimos porque **pensamos que es necesario que tengas una referencia del valor de tu inversión**, no sólo del precio que te ofrecen por ella.

Al final, ¿qué es invertir bien si no comprar algo cuando vale más que su precio?

Nos atacan

Estamos acostumbrados a pensar en inversión como **comprar algo por un precio inferior a lo que vale y esperar a que suba**. Cuando inviertes en empresas cotizadas, lo contrario también es posible.

Si piensas que una empresa está cara y vale menos que su precio, **puedes pedir sus acciones prestadas** pagando un interés y venderlas en el mercado. Como tienes que devolverlas en el futuro, si finalmente baja el precio como pensabas, las podrás recomprar por menos de lo que las vendiste y tu beneficio será la diferencia.

Hay fondos que invierten así toda o parte de su cartera. **Suelen hacer públicas sus tesis** explicando los motivos por los que piensan que la compañía está sobrevalorada. Cumplen funciones útiles para el mercado de regulación de excesos y descubrimiento de fraudes. También sirven a inversores como contramedida para amortiguar caídas generales.

Hay dos pegas que se le suelen poner a este tipo de inversión. La primera es **que la bolsa siempre sube a largo plazo**, por lo que estás nadando contra la marea. La segunda es que **el potencial de ganancia está limitado** ya que, como mucho, la cotización puede bajar hasta cero. En ese caso, tu beneficio será lo que pediste prestado y vendiste, que ya no tienes que devolver. Pero en cambio **tu potencial de pérdida es infinito**, ya que no hay techo de hasta cuanto puede subir una acción. Uno de los inversores bajistas más conocidos responde a esto con *“he visto más empresas ir a cero que a infinito”*. Verdad.

Hay una tercera crítica, más ética que otra cosa, y es que **no necesitan que lo que dicen negativo sobre una compañía sea cierto**. Con que siembren la duda, el mercado se va a asustar, la gente va a vender, el precio va a caer y ellos van a poder *cubrir* su posición (recomprar las acciones que vendieron para poder devolverlas) con un beneficio.

El incentivo es perverso. Con encontrar una compañía en la que poder sembrar la duda, es cuestión de acusarla de cosas poco demostrables y difíciles de evaluar para el inversor medio, y deberían poder ganar dinero.

Esto es lo que le ha pasado recientemente a dos empresas nuestras, **Dlocal** y **Eurofins Scientific**. Casualmente el ataque lo ha hecho el mismo fondo bajista, **Muddy Waters (MW)**.

MW ha tenido aciertos en el pasado como descubrir en 2010-2011 que varias empresas chinas que salieron a cotizar en EEUU eran un **fraude**, o su tesis sobre la cadena de supermercados francesa **Casino**, que ha terminado quebrando este año después de estar demasiado endeudada durante años. Publicaron su tesis

sobre Casino a finales de 2015 y ha terminado quebrando 8 años y medio después. **Cuando inviertes en empresas, ya sea al alza o a la baja, hay que ser paciente.**

También han tenido **errores** como apostar en contra de la empresa americana de torres de telecomunicaciones **American Tower** (16% de rentabilidad anualizada desde que publicaron en 2013), la empresa china de ropa deportiva **Anta Sports** o las médicas **Chinook Therapeutics** y **St Jude Medical** que fueron adquiridas por los gigantes farmacéuticos Novartis y Abbott.

El informe bajista sobre **Dlocal** (DLO, en **Conviction** y **Focus**) lo sacaron en noviembre de 2022. El impacto fue inmediato, cayendo el precio más de un 50% en un día. Las acusaciones se centraron en detalles contables que son fácilmente explicables por la compleja estructura de una compañía que **facilita pagos a 700 multinacionales en más de 40 países emergentes.**

La respuesta de DLO fue tardía y poco contundente. La realidad es que la compañía había crecido muy rápido, había algo de desorganización y el joven equipo directivo no estaba preparado para hacer escalar la empresa.

El fundador y accionista de referencia **Sergio Fogel** (17% de las acciones) ya ha actuado, reforzando al equipo directivo con 3 ejecutivos de primer nivel. **Mark Ortiz** como CFO (GE Capital), **Carlos Menéndez** como COO (Mastercard, Citi) y **Pedro Arnt** como CEO.

Pedro trabajó en **MercadoLibre**, de la que somos propietarios a través de los 3 fondos, desde su inicio en 1999. Los últimos 12 años ha sido su CFO. En estos 25 años, se ha ganado una **reputación de ejecutivo extraordinario**, tanto que la acción subió un 61% la semana en la que se anunció su fichaje.

DLO está ahora en un momento de inversión fuerte para seguir ampliando mercados, por lo que sus márgenes de beneficio han bajado en los últimos trimestres. Esto ha hecho que el precio haya vuelto a caer, dándonos la oportunidad de comprar más acciones a mejores precios incluso que cuando salió el informe bajista. Estimamos que la compañía **vale 3 veces más que su precio actual.** Mientras tanto, DLO **sigue incrementando su valor** a ritmos cercanos al 30% al año.

Eurofins Scientific (ERF) es la otra empresa que tenemos (**Resilience** y **Focus**) que ha sido atacada por MW. ERF es **líder mundial en pruebas de laboratorio** que incluyen test de alimentos y ganado, medio ambiente, ensayos farmacéuticos, diagnósticos clínicos y de productos de consumo.

En este caso el ataque ha sido sorprendente porque ERF ha sido **una de las mejores empresas en las que invertir en los últimos 25 años.** Ha conseguido una rentabilidad anualizada del 24% desde su salida a bolsa. 10.000€ invertidos en su salida en octubre de 1997 son hoy 3.062.000€. **Invertir en buenas empresas y ser paciente tiene una gran recompensa.**

El ataque principal de MW gira en torno al hecho de que **Gilles Martin**, fundador y mayor accionista con el 33% de las acciones, es propietario de algunos de los inmuebles en los que ERF tiene sus laboratorios.

Cuando ERF invierte en un laboratorio, reformándolo y comprando maquinaria, necesita tener el inmueble *controlado*. Si no es así y el propietario no quiere renovar el contrato cuando finaliza, tienen que cambiar de localización, perdiendo la inversión. Históricamente, **ERF ha preferido no tener los inmuebles en propiedad para no tener capital cautivo con bajos retornos** (en el mercado inmobiliario es difícil obtener rentabilidades superiores al 5-7%).

Aunque la fórmula actual sea la mejor económicamente para ERF, es verdad que las transacciones entre empresas cotizadas y sus accionistas de referencia no dan la mejor imagen. Es fácil para un inversor bajista hacerlas parecer injustas hacia los accionistas minoritarios. La solución que ha propuesto Martin es que **el resto de los accionistas decida si es mejor que ERF adquiera los inmuebles al holding de Martin o no**.

ERF tuvo un crecimiento fuerte durante el Covid (muchas pruebas se hicieron en sus laboratorios) que en los últimos 2 años ha desaparecido y ha tenido que sustituir esas ventas por otras. Tras estos dos años de ralentización, en los que tampoco han hecho muchas adquisiciones con las que tradicionalmente han crecido, es muy probable que vuelvan a crecer a buen ritmo los próximos años. Estimamos que **el valor de la compañía es dos veces superior al precio al que cotiza**.

En todo caso, agradecemos a Muddy Waters que haya hecho dudar a la gente que no confiaba en DLocal y Eurofins, dándonos la oportunidad de comprar sus acciones con un **gran descuento sobre lo que estimamos que valen**.

Ahorra, multiplica, espera y disfruta.



Jaime Carrasco Houston
CEO/CIO