

24 de mayo de 2025

Amigo/a Owner,

Esta ha sido la rentabilidad de los fondos en 2024:

Fondo	Rentabilidad 2024
Conviction F *	20,74%
Conviction V	30,33%
Resilience	17,11%
Focus	42,72%

\* (~6 meses)

Potencial 5 años anualizado	
Focus →	>20%
Conviction →	15-20%
Resilience →	10-15%
	5-10%
	<5%

Empresas que más rentabilidad han sumado y restado a cada fondo:

CONVICTION		RESILIENCE		FOCUS	
ClearPoint +8,8%	StoneCo -4,1%	CrowdStrike +3,0%	MTY Food -0,8%	ClearPoint +26,9%	Stone Co -5,2%
Sea Ltd +6,7%	PDD Holdings -2,3%	RH +2,3%	Ryman Hc -0,7%	Sea Ltd +6,7%	PDD Holdings -1,8
Meituan +4,4%	Smartrent -1,7%	Brookfield +2,2%	Dino Polska -0,4%	51 Talk +4,5%	Smartrent -1,4%

Veamos algunas de ellas con más detalle:

**Sea Ltd (SE)**, fue fundada por **Forrest Li** en 2009 como **Garena**, una empresa de desarrollo de **videojuegos**. En 2015 lanzó **Shopee**, líder en el **Sudeste Asiático** en **e-commerce**. Es una región con mucho potencial en la que viven más de 600 millones de personas y que está desarrollándose rápidamente. Shopee se ha impuesto como líder de la región después de años peleando con su máximo competidor Lazada, filial de Alibaba. Lo ha conseguido gracias a un mayor conocimiento local y a una cultura de trabajo duro. En 2014 lanzó SeaMoney (ahora **Monee**), filial de **pagos**, siguiendo los pasos de MercadoLibre con Mercado Pago, Alibaba con Alipay o Shopify con Shop Pay. Es un buen movimiento ya que una empresa de pagos tiene muchas sinergias con una de e-commerce. En la época del dinero gratis durante el COVID, intentaron crecer muy rápido abriendo demasiados mercados. En el 2023 frenaron el crecimiento, *adelgazando* la compañía, reduciendo costes y cerrando los mercados menos interesantes. **En 2024 volvió a crecer a buen ritmo**. Aprovechamos para aumentar la posición a principios de 2024 cuando cayó a 35\$ por acción y fuimos reduciéndola a medida que se fue acercando a 90\$-120\$ por acción.

**Meituan (3690 HK)** es la **mayor empresa de envío de comida a domicilio del mundo**. Fue fundada por **Wang Xing** en 2010. El modelo de negocio ha evolucionado hasta convertirse en una **superapp** con la que, aparte de pedir comida, puedes comprar entradas de cine, reservar una habitación de hotel o

coger cita en la peluquería. **Han utilizado la fidelidad que genera la recurrencia de los envíos de comida a domicilio para hacer venta cruzada de otros productos** menos recurrentes, pero con más margen como reservas de viajes y servicios locales. Es una empresa que conocemos desde hace tiempo ya que invertimos por primera vez en enero de 2019 a 45 HKD por acción. Vendimos la mayor parte de las acciones a 150-200 HKD por acción. Cuando a principios de 2024 cayó a cerca de 70 HKD por acción, aprovechamos para comprar otra vez. Vendimos la posición el pasado octubre cuando volvió a subir hasta 200 HKD por acción.

Esta es otra ventaja de invertir en empresas cotizadas de la que no se suele hablar. Además, es extraño que ocurra cuando inviertes en otro tipo de activos. **El mercado de valores te puede dar la oportunidad de beneficiarte varias veces de la misma creación de valor.** En el caso de Meituan, la empresa ha incrementado su valor por acción de 70 HKD a 200 HKD sólo una vez, pero como Owners, nos hemos beneficiado de esa creación de valor dos veces.

**Restoration Hardware (RH)**, es líder en **venta de muebles de lujo en EEUU**. Su CEO y máximo accionista (20%) **Gary Friedman** ha tenido una trayectoria singular. Tras una infancia con muchas dificultades, se convirtió en el **mánager más joven de la historia** de la empresa de ropa Gap. En su siguiente etapa en Williams Sonoma, hizo crecer la marca de decoración **Pottery Barn de 50M\$ a 1.000M\$** de facturación. Decepcionado por no ser elegido CEO después de que se lo hubieran prometido, se fue de la compañía dejando 50M\$ en opciones sobre acciones encima de la mesa. En el 2001, el fundador de Restoration Hardware, una empresa de muebles y decoración a punto de quebrar, le llamó para que se hiciera cargo y le diera la vuelta. Y tanto que si la dio. En estos 24 años ha hecho crecer RH hasta vender más de 3.000M\$ al año y posicionarla como una marca de lujo. Tiene un **modelo de negocio distinto** en el que ofrece precios muy descontados a los miembros (todo el que compra en RH se hace miembro ya que sólo cuesta 200\$ al año) y además incluyen proyectos de decoración gratis. Con esto pretenden que sus clientes eviten el gasto de los decoradores, que suelen llevarse una comisión del 20-50% del coste de los muebles en este tipo de proyectos.

Es un momento interesante para la compañía ya que, aparte de favorecerse de una eventual **recuperación del mercado inmobiliario americano**, está empezando a **expandirse por Europa**. Si tienes curiosidad, puedes visitar su tienda de Madrid en la Plaza del Marqués de Salamanca. En sus galerías más grandes tienen restaurantes con los que atraen tráfico a tiendas que, de otra forma, la gente sólo visitaría cada varios años, cuando se cambia de casa o la renueva. Friedman hace una cosa que nos encanta. Es uno de los CEO más **agresivos a la hora de recomprar acciones de la empresa cuando el precio es bajo**. En 2016-2018 por ejemplo, recompró más del 40% de la compañía cuando el precio había caído un 70%, generando muchísimo valor para los accionistas. Antes del barullo de los aranceles de Trump, el mercado pagaba 450\$ por acción por la empresa. Hemos podido comprar más acciones a 144\$ por acción.

**Stone Co (STNE)**, la empresa brasileña de **soluciones financieras para pymes** fue fundada por **André Street** en 2012. Tiene más de 3 millones de clientes a los que

da servicios de transacciones de **pagos, banca, crédito y software**. Su fuerte cultura de servicio y su red de distribución que cubre todo el país le hacen ser **número 1 en satisfacción del cliente** de su sector. Desde que invertimos por primera vez en 2020, ha tenido **varios problemas de ejecución**. En 2021 tuvieron que suspender el vertical de créditos al tener un nivel de impagos muy alto. También adquirieron la empresa de software para comercios minoristas Lynx con la que pensaban hacer venta cruzada de sus servicios financieros. La integración no fue como se esperaba y están barajando venderla, seguramente a un precio inferior al que la compraron hace 5 años. Por todo esto, el consejo de administración decidió **cambiar al equipo directivo** y poner a **Pedro Zinner** al frente en 2023. La ejecución ha sido buena desde entonces, pero no nos gusta que el fundador Street se haya desvinculado casi por completo del día a día de Stone. Es una compañía en la que no tenemos claro que queramos seguir siendo accionistas dentro de 10 años. De momento la mantenemos porque el precio de cotización es muy inferior al valor que estimamos. Queremos ver cómo evoluciona el nuevo management y si sigue ejecutando. También tienen un programa de recompra de acciones en marcha que aportará bastante valor a estos precios.

**CrowdStrike (CRWD)**, la empresa de ciberseguridad de la que ya hablamos en la carta anual del 2023, no tenía mucho peso en los fondos a mitad de 2024. Si viajaste en avión a mediados de julio, recordarás que hubo un par de días en los que se cancelaron muchos vuelos y se colapsaron los aeropuertos. El problema vino por una actualización de software de CrowdStrike que tenía un fallo en el código. Este fallo provocó que muchos ordenadores con Windows no funcionarían correctamente. **CRWD reconoció el error y lo corrigió rápidamente**. En un par de días todo se solucionó. ¿Qué pasó con la cotización de la empresa? Cayó más de un 40%. En el momento, pensamos que era un **bache pasajero que no afectaba a la creación de valor de la compañía a largo plazo** y aprovechamos la caída para comprar a niveles de 220-260\$ por acción. Hoy cotiza en más de 440\$ por acción. El mercado muchas veces sobre-reacciona a eventos que no afectan al largo plazo y hay que aprovecharse de ello.

El **valor** de nuestra inversión seguirá creciendo al ritmo al que crezca el valor de nuestras empresas. A corto plazo, los **precios** seguirán haciendo cosas extremas (hacia arriba y hacia abajo) pero a largo plazo siempre van a terminar acompañando al valor. **Seguimos aprovechando la enorme ventaja que crea esta distorsión.**

Por último, Rolnik ha sido la **gestora con más de un fondo más rentable de España en 2024**, con una rentabilidad media ponderada del 38,5%. Esto nos sitúa por segundo año consecutivo entre las 3 más rentables.

Ahorra, multiplica, espera y disfruta.



Jaime Carrasco Houston  
CEO/CIO