

La filosofía de inversión de Only Compounders

NOTA DEL EDITOR: El siguiente texto es obtenido de una carta trimestral de Only Compounders.

* * *

comencemos por hacer una clasificación de los diferentes estilos de inversión. A grandes rasgos, podemos catalogarlos en función de tres factores: cómo se comparan contra el mercado en el precio pagado, en el crecimiento y en la calidad.

Por ejemplo, si el S&P 500, índice con las principales empresas de Estados Unidos, se paga aun múltiplo de 17 veces los beneficios generados y sus ingresos crecen un 4,3% desde el año 2000 (o los beneficios un 5,7%), podemos comprar más barato o más caro, con más o menos crecimiento y con más o menos calidad que el índice.

Quienes compran a precios bajos y con ratios financieros inferiores suelen englobarse dentro del **“deep value”**, y quienes compran a precios altos y con ratios financieros superiores en el **“growth”**. Los primeros suelen comprar activos en los que esperan mejoras en el tiempo, bien por ser una situación estresada que se resuelve o bien porque mejora la percepción del mercado y se incrementan los múltiplos pagados. Los segundos, por su parte, suelen comprar activos que ya son buenos y esperan se mantengan así en el futuro.

No obstante, invertir de una o de otra forma dice muy poco sobre lo bien o mal que lo harán nuestra inversión. En ocasiones podemos comprar una **“ganga”** cuya calidad del producto adquirido ni siquiera valga ese bajo precio. Ganar o perder en Bolsa no equivale a comprar precios altos o bajos: todo dependerá de lo que obtengamos en contraprestación.

Como dijo Francisco de Quevedo, **“sólo el necio confunde el valor y el precio”**.

En Only Compounders pagamos algo más, pero obtenemos mucho más que la media del mercado. El múltiplo medio de nuestra cartera es de 23 veces beneficios, pero a cambio somos propietarios de empresas que más que duplican el crecimiento medio del mercado, y lo que es más importante, con una calidad indiscutiblemente superior.

Cuantificar el tercer factor conocido como **“quality”** no es sencillo. Si al precio y al crecimiento podemos ponerles fácilmente un número, ponérselo al nivel de calidad de una empresa resulta mucho más complicado. El motivo es que pasamos del análisis cuantitativo, más sencillo y objetivo, al análisis cualitativo, más complejo y subjetivo.

Una de las aproximaciones numéricas que existe es el **“ROCE”** o retorno sobre el capital empleado. En otras palabras, qué retornos obtiene la empresa de sus inversiones. Si estos son altos suele decirse que estamos ante una empresa de calidad, y si son bajos (por ejemplo, de dígito simple o inferiores al coste de su capital) lo contrario. Como regla general, un accionista no debería obtener a largo plazo un retorno superior al que la empresa obtiene en su negocio. Esto lo explicó muy bien Charlie Munger, uno de los mejores inversores de todos los tiempos, en una de sus conferencias:

“A largo plazo, es difícil que una acción obtenga una rentabilidad mucho mayor que la que obtiene el negocio subyacente. Si la empresa gana un 6% sobre el

capital a lo largo de 40 años y la mantienes durante ese periodo, no vas a obtener mucho más que un rendimiento del 6%, incluso si la compras con un gran descuento. Por el contrario, si una empresa gana un 18% sobre el capital a lo largo de 20 o 30 años, aunque pagues un precio que parece caro, acabarás obteniendo un buen resultado.”

- Charlie Munger

Munger tiene razón. Si invertimos en una empresa con un alto ROCE y la mantenemos a largo plazo, haremos una excelente inversión (salvo que paguemos una suma disparatada por dicho negocio).

El problema es saber hoy qué empresa va a tener un alto ROCE el día de mañana, ya que el ROCE se elabora con contabilidad histórica y por tanto mira al pasado y no al futuro.

Una empresa que hoy tiene un elevado ROCE mañana puede quedarse sin oportunidades de reinversión y crecimiento, puede pasar a estar gestionada por una directiva poco honrada, o incluso puede verse superada por la competencia. La reversión a la media no ocurre siempre, pero muchas empresas que hoy son buenas pueden dejar de serlo con el tiempo. Por ello, para ganar en Bolsa no tenemos que calcular el ROCE, sino tratar de inferir el ROCE del futuro.

En lugar de realizar complejas ecuaciones matemáticas, debemos analizar los intangibles: la directiva, la cultura empresarial, la competencia, el sector, el modelo de negocio, si este perdurará en el tiempo, si el crecimiento es sostenible o si la ventaja competitiva es realmente sólida, entre otros. Lo complicado no son los números, sino estudiar en profundidad la verdadera calidad de una empresa, que será lo que determine el ROCE el día de mañana y por tanto si tendremos éxito en nuestra inversión.

Por todo ello, lo que determina si alguien va a ganar o perder dinero, sea inversor “deep value” o “growth” (o una mezcla de ambos), no es el múltiplo que paga, sino la calidad que obtiene a cambio. Inferir esa verdadera calidad es la clave del proceso. Y si bien se trata de algo difícilmente cuantificable, creemos que en Only Compounders somos dueños de una cartera que presenta una excelente relación entre el precio pagado y el crecimiento y la calidad que recibimos.

Nuestra empresa media es líder de su sector, sigue creciendo incluso en momentos de crisis, no tiene endeudamiento neto, la rentabilidad intrínseca de su negocio es muy elevada y cuenta con ventajas competitivas sólidas que harán que siga siendo así en el futuro. Pagamos un poco más, pero eso nos permite ser propietarios de algunas de las mejores empresas del mundo, actuales y de los próximos años.