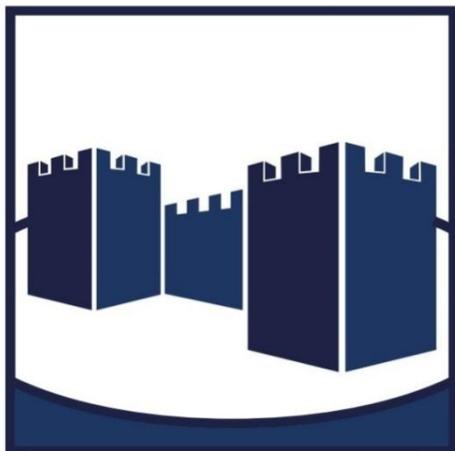




1ª CARTA SEMESTRAL – AGOSTO 2017



renta4
banco

Numantia

Patrimonio Global

“En los negocios, busco castillos protegidos por fosos infranqueables”

Índice:

- Consideraciones previas:
 - Introducción y objetivo..... p.2
 - Características:
 - Compromiso..... p.2
 - Periodicidad p.2
 - Divulgación y transparencia..... pp.2-3
 - Cobertura de divisas..... pp.3-5
 - Paciencia y largo plazo..... pp.5-6
 - Resumen de la filosofía..... p.7
- Resultados cuantitativos del fondo..... pp.7-9
- Análisis de los negocios en propiedad.
 - Activos intangibles..... pp.9-17
 - Gestores excelentes..... pp.18-21

Warren Buffett





Consideraciones previas:

Estimado copropietario,

Me gustaría comenzar esta primera carta **agradeciéndole su confianza**. Lo que empezó hace años como una iniciativa casi familiar se ha convertido ahora en una institución de inversión colectiva **al alcance de cualquier inversor** gracias a **Renta 4 y a muchas personas** que con su apoyo y colaboración han ayudado a que esto sea posible y hayamos dado un paso de gigante para poder **hacer crecer nuestro patrimonio** de forma eficiente y transparente.

El **2 de junio de 2017 Numantia Patrimonio Global** comenzó a aceptar aportaciones a un precio de 9,53€ por participación. Tras las aportaciones iniciales cercanas a los 500.000€, el compartimento ha alcanzado un **patrimonio bajo gestión de 705.373 €** a 8 de agosto de 2017, y se espera que alcance el **primer millón** antes de fin de año.

Mi **objetivo personal como asesor de Numantia es sencillo**: ser para usted el asesor patrimonial **que a mí mismo me gustaría tener** para hacer crecer mi capital con **sentido común, honestidad y conservadurismo**.

Guiado por ese objetivo, Numantia tendrá una serie de **características** distintivas:

- **Compromiso: Mis ahorros**, así como los de amigos y familiares, **están invertidos en el fondo** con visión de muy largo plazo. Este aspecto **alinea mis intereses con los suyos** al tiempo que estimula la sensatez y la búsqueda de certidumbre. De ahí que me dirija a usted como **copropietario**, término que también alude al carácter **empresarial, calmado y largoplacista** de nuestra filosofía de inversión, y ayuda a no olvidar la realidad: a través de Numantia Patrimonio Global **somos propietarios de los negocios en los que invertimos**.
- **Periodicidad: Las cartas serán semestrales**, en febrero y agosto de cada año. Es una periodicidad razonable en línea con nuestra filosofía **paciente** y empresarial. Permite compartir de forma sosegada información **más meditada, completa y relevante** al tiempo que no incomoda al inversor constantemente con comunicaciones más enfocadas al marketing y que alimentan una visión de corto plazo.
- **Divulgación y transparencia**: En las cartas **explicaremos abiertamente las empresas que tenemos y por qué las tenemos**, así como detalles sobre nuestro proceso de inversión. Este ejercicio de transparencia es **simplemente lo que creemos correcto**, lo que nos gustaría que hicieran



por nosotros como partícipes, evitando así la sensación de invertir nuestro patrimonio en una especie de “caja negra”.

En ocasiones, esta práctica puede originar la aparición del llamado “**commitment bias**”, un sesgo psicológico por el cual, al hacer pública una opinión, **tendemos a estar más convencidos de ella** ignorando información que la contradiga. Además, **no nos suele gustar reconocer nuestros errores** y cambiar de opinión cuando deberíamos.

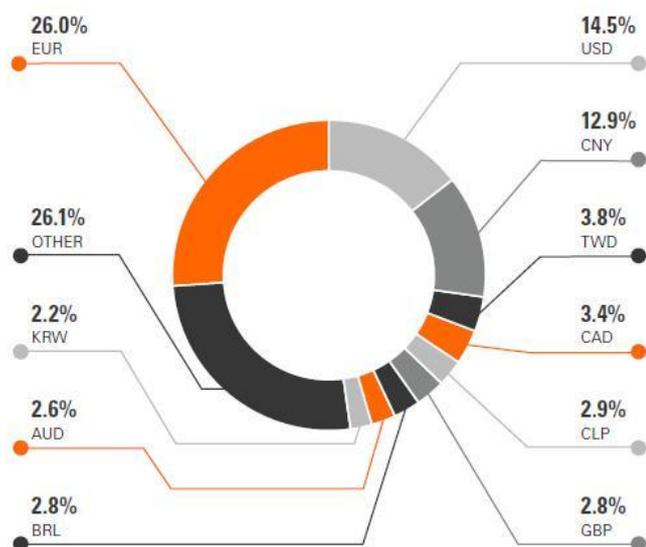
Sin embargo, ser totalmente transparentes tiene importantes **beneficios**:

- Resumir nuestra opinión sobre una empresa **nos fuerza a razonar y reflexionar** sobre la tesis de inversión hasta llegar a **argumentos concisos y claros**. Es necesario comprender muy bien un concepto para ser capaz de resumirlo.
 - Tener un registro de nuestras opiniones pasadas con sus fechas permite **observar la evolución de nuestro conocimiento y ser honestos con nuestros errores**, aspecto que valoramos mucho al leer las cartas de los directores de las empresas.
 - Exponer nuestro criterio públicamente hace más fácil que personas con **distintos puntos de vista** o información relevante nos ayuden a **refinar nuestro entendimiento o intenten desmontar nuestros argumentos**. Todo ello es bienvenido en nuestro email info@numantiapatrimonio.com
 - En la práctica hemos podido comprobar que **estos sesgos también son beneficiosos** y reducen las probabilidades de ser víctimas de **decisiones impulsivas posteriores** si una empresa sufre dificultades temporales¹. Si la inversión en Nestlé se basa en sus fuertes ventajas competitivas o en el crecimiento a largo plazo del consumo de la clase media mundial, no tiene sentido vender por la publicación de unos malos resultados trimestrales y resultaría incongruente con la tesis publicada.
- **Cobertura de divisas:** Numantia Patrimonio es un **fondo global** que invierte en empresas cotizadas en diferentes divisas (Euro, Dólar, Franco suizo, etc). Además, muchas de estas empresas son multinacionales con ventas en varias **divisas distintas**. El fondo **no utiliza instrumentos derivados para cubrir las diferentes exposiciones con respecto al euro** por los siguientes **motivos**:

¹ The Dangers of Commitment Bias – The Rational Walk.



- La cobertura de divisas **es un proceso costoso** que reduce la rentabilidad total de la cartera a largo plazo. **El tiempo y análisis requeridos** para su correcta implementación también pueden ser elevados, pues la necesidad de cobertura a corto plazo no depende de la divisa de cotización, sino de la **estructura en divisas de ingresos, gastos, activo y pasivo** de la empresa en cuestión. La distribución de ventas por divisa de SGS, una de nuestras empresas en cartera, puede darnos una idea de la magnitud de esta tarea **(gráfico a la izquierda)**².



- En muchas ocasiones **es imposible realizar una cobertura perfecta** porque se desconocen las coberturas que muchas veces la propia empresa ya realiza. El reciente anuncio de XPO Logistics de sus coberturas ante la caída de la libra durante el Brexit fue un claro ejemplo.

- Aun realizando una cobertura perfecta, esto implicaría realizar una apuesta sobre los tipos de interés locales respecto a los extranjeros. Además, **nos expone al riesgo de una rápida e inesperada devaluación de la moneda local** (el Euro) como ocurrió a finales de 2014 al anunciar el BCE su “Quantitative Easing”.
- **A largo plazo** puede demostrarse que los distintos precios de la economía **se ajustan** y que la volatilidad de la rentabilidad real de una cartera global diversificada en varias divisas **incluso se reduce**³. Al fin y al cabo, en la economía se intercambia producción por producción, siendo las divisas el medio de intercambio.
- Es cierto que los bancos centrales se embarcan en **guerras de divisas mediante devaluaciones competitivas** por los beneficios a corto plazo que se consiguen aprovechando que **<<el ajuste en los precios domésticos y en los salarios requiere cierto tiempo>>**⁴. Sin embargo, no podemos predecir qué banco central será

² SGS 2017 Half Year Results

³ The long and short of a hedging dilemma – Financial Times

⁴ Ludwig Von Mises.



relativamente más exitoso en la manipulación de las expectativas del mercado.

- En última instancia, y al margen de precios de equilibrio, inflación, tipos de interés, exportaciones e importaciones, **lo más sensato para proteger nuestro patrimonio a largo plazo de la arbitrariedad de los bancos centrales es mantener una cartera global expuesta a varias divisas distintas**. En ocasiones su efecto nos hará parecer genios, en ocasiones pareceremos unos necios, pero el hecho de no preocuparnos por la mayor volatilidad del fondo a corto plazo **en pos de beneficios a largo plazo** es una característica clara de nuestra filosofía.
- **Paciencia y largo plazo:** Me alegra recibir emails de copropietarios comentando que su objetivo con Numantia es **crear un patrimonio para sus hijos con horizonte temporal de 15-20 años** o como **fondo para la jubilación** (como también es mi caso a mis casi 30 años). La perspectiva a largo plazo es realmente importante:
 - **Para el inversor:** Los seres humanos valoramos la gratificación instantánea, queremos las cosas YA, y por eso exigimos un tipo de interés por esperar, o pagamos intereses por nuestra impaciencia. <<**La bolsa es un lugar donde se transfiere dinero de los impacientes a los pacientes**>>⁵, por eso **la paciencia es importante**. Además, la perspectiva a largo plazo **nos libera de la preocupación** por los erráticos movimientos de los precios a corto plazo y evita numerosos sesgos y comportamientos emocionales dañinos. Incluso en uno de los fondos más rentables de la historia⁶ muchos inversores perdieron dinero porque **compraban cuando el fondo había subido y vendían cuando había bajado**. Posponer la gratificación, ya sea ahorrando para construir otra fuente de ingresos, formándonos para mejorar en el trabajo, o construyendo relaciones personales duraderas, es el camino para mejorar.
 - **Para el fondo y nuestras empresas:** Hace 50 años, el periodo medio de tenencia de acciones a ambos lados del atlántico rondaba los 8 años. **Ahora son 10 meses**. Multitud de incentivos perversos llevan a directivos, analistas y gestores de fondos a tener una **visión cortoplacista para cumplir las expectativas trimestrales** o no ser despedidos.

⁵ Warren Buffett

⁶ El Magellan Fund del famoso Peter Lynch consiguió una rentabilidad anual media del 30% durante 13 años.

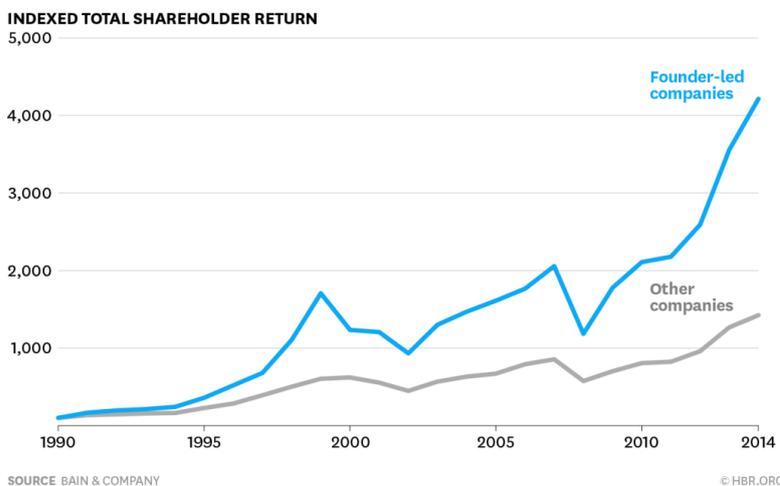


El enfoque de los inversores suele estar en los movimientos a corto plazo de la acción y no en la **creación de valor a largo plazo del negocio**. Además, le damos mayor importancia a la información reciente y cuantitativa que a los **“insights” cualitativos sobre el futuro** de la empresa, la calidad de su gestión o sus oportunidades de crecimiento. Mientras gestores de fondos de alto riesgo rastrean las ciudades a las que viaja el responsable de adquisiciones de una empresa, o utilizan imágenes por satélite de los parkings de los vendedores de coches para estimar mejor las ventas del próximo trimestre (si, todo esto ocurre), nosotros nos enfocamos en la creación de valor en el largo plazo, donde **existe mucha menos competencia y disponemos de una clara ventaja** para multiplicar los beneficios de nuestra paciencia.

En cuanto a los **directivos de las empresas**, muchos posponen inversiones o reducen gastos necesarios para aumentar el valor o la sostenibilidad del negocio **por la presión de cumplir las expectativas** trimestrales. Sin embargo, está demostrado que los gestores con visión a largo plazo **consiguen mejores resultados** tanto para consumidores como para accionistas, especialmente los que también **son dueños o fundadores** de la empresa:

Founder-Led Companies Outperform the Rest

Based on an analysis of S&P 500 firms in 2014.

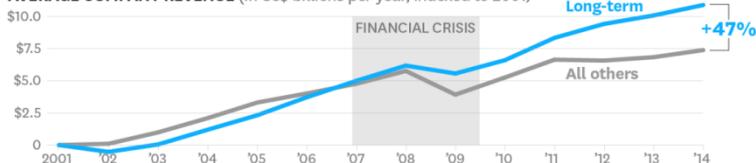


SOURCE BAIN & COMPANY

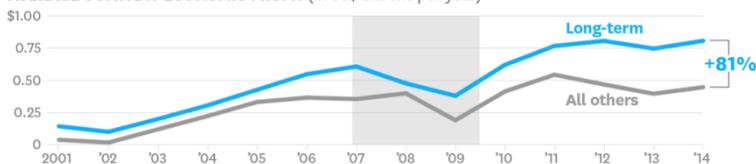
© HBR.ORG

Firms Focused on the Long-Term Exhibit Stronger Fundamentals and Performance

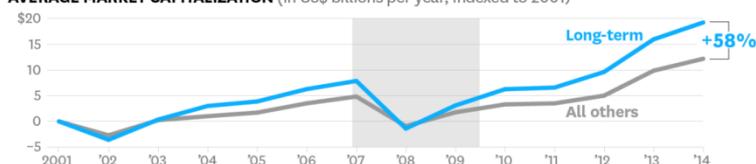
AVERAGE COMPANY REVENUE (in US\$ billions per year, indexed to 2001)



AVERAGE COMPANY ECONOMIC PROFIT (in US\$ billions per year)



AVERAGE MARKET CAPITALIZATION (in US\$ billions per year, indexed to 2001)

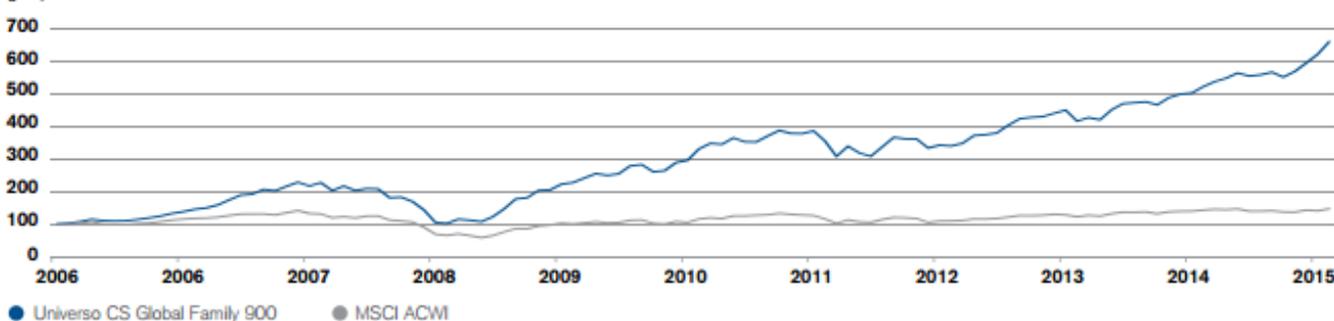


SOURCE MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE

© HBR.ORG

Universo CS Global Family 900 frente al MSCI ACWI

Con igual ponderación



● Universo CS Global Family 900 ● MSCI ACWI

Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research



Resumen de filosofía:

En el **documento de presentación** del fondo que puede descargar [Aquí](#) o en nuestra nueva página web www.NumantiaPatrimonio.com podrá leer una explicación más extendida de nuestra **filosofía**.

Numantia Patrimonio Global invierte en negocios de todo el mundo en base a los siguientes criterios: **ventajas competitivas fuertes y duraderas, fortaleza financiera, capacidad de reinversión, excelencia en la gestión y valoración razonable**.

Damos prioridad a **la calidad y la certidumbre**. Buscamos empresas fáciles de entender que aumenten su valor año tras año, con **ventas recurrentes y predecibles, gestores inteligentes y sensatos con perspicacia y visión de largo plazo**, y que podamos comprar a **precios razonables**.

Para **reducir la incertidumbre** inerradicable del futuro en un mundo cada vez más cambiante y competitivo tratamos de detectar **ventajas competitivas basadas en comportamientos pautados** en la sociedad (instituciones sociales) muy difíciles de cambiar, así como ventajas basadas en leyes físicas o económicas. Además, creemos que un gestor con inteligencia, perspicacia y pasión **tendrá más posibilidades de conseguir lo que se propone** y por tanto el futuro de su empresa será menos incierto.

En última instancia, tenemos que sentirnos **tranquilos y convencidos** con cada empresa si tuviéramos que **invertir en ella el patrimonio familiar** y no pudiésemos cambiar de opinión **durante 10 años**.

Resultados cuantitativos del fondo:



Liquidez:
3.4%

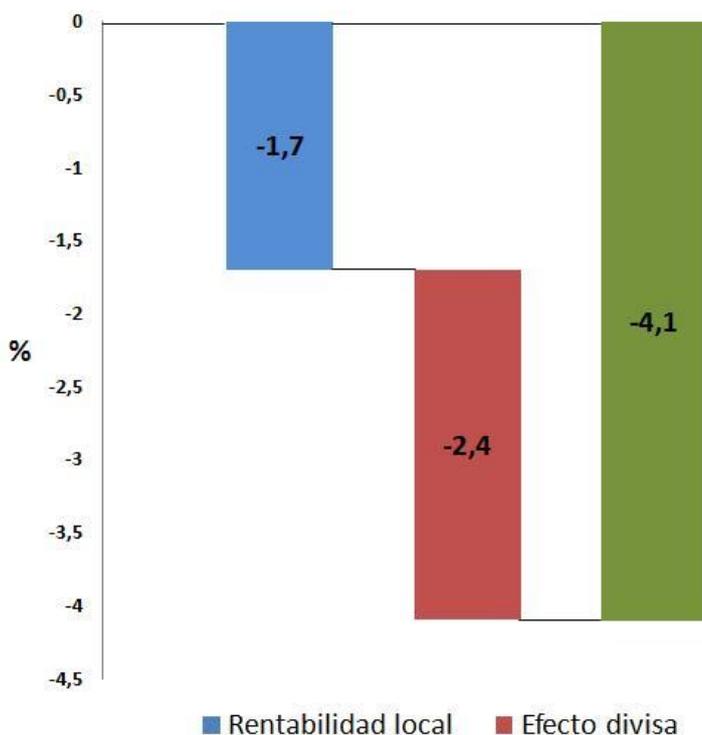


El precio de la participación del fondo **se ha reducido** desde el comienzo el 03/06/2017 en un **4,12%**. El fondo debe tener un índice de referencia, que en nuestro caso es el índice mundial, aunque no creemos que sea correcta ni necesaria la comparación con una construcción arbitraria y automática (índice).

Como ya hemos explicado, **no nos parecen relevantes los movimientos a corto plazo en el precio del fondo** sino el aumento del valor de nuestras empresas a largo plazo. Además, gran parte de la caída de estos dos meses se debe a la **fuerte apreciación del euro** respecto al resto de divisas. En otras ocasiones, el efecto divisa nos beneficiará.

Aislado dicho efecto, el fondo sólo cae un 1,7% en un entorno de importantes caídas por las **incertidumbres políticas**.

Esta es la composición actual de nuestra cartera, **30 empresas**:

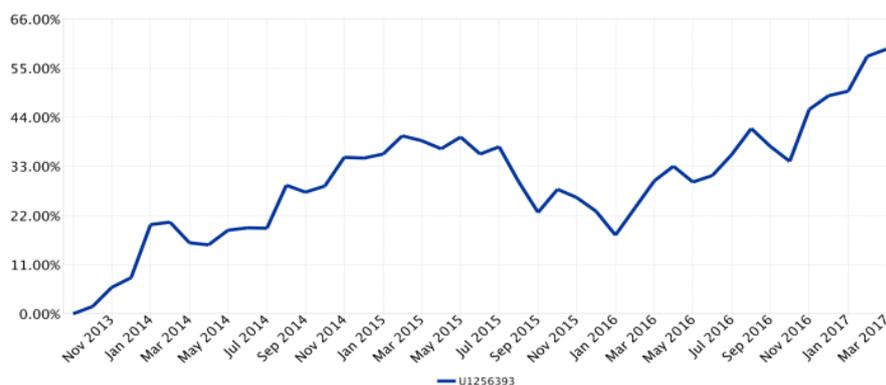


	BERKSHIRE HATHAWAY B	6,5%		ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	3,0%
	BROOKFIELD ASSET MANAGEMENT INC	5,4%		STARBUCKS	2,9%
	FACEBOOK INC	4,9%		AMERICAN TOWER CORP-CL A	2,6%
	ROCHE HOLDG	4,4%		GIVAUDAN SA	2,5%
	FRESENIUS	4,2%		ARCA CONTINENTAL SAB DE CV	2,3%
	PORSCHE AUTOMOBIL HLDG-PFD	4,1%		INDITEX	2,3%
	LANXESS	4,1%		INDITEX	2,3%
	CONSTELLATION SOFTWARE INC	4,1%		SANOFI	2,3%
	TENCENT HOLDINGS	4,1%		CIE AUTOMOTIVE	2,2%
	XPO LOGISTICS INC	4,1%		DANAHER CORP	2,2%
	AMAZON.COM INC.	3,8%		SGS SA	2,2%
	LVMH	3,5%		VISCOFAN	2,0%
	NESTLE	3,3%		AMADEUS IT HOLDING SA	2,0%
	BMW PREFERENTES	3,0%		LIBERTY GLOBAL PLC-SERIES C	2,0%
	HOWDEN JOINERY GROUP PLC	3,0%		BREMBO SPA	1,9%
				VICTORIA'S SECRET L BRANDS INC	1,7%



Durante mi asesoramiento de la sociedad patrimonial conseguimos una **rentabilidad acumulada del 60% (15% anual)** desde 2013 con la misma filosofía y **empresas más seguras y de más calidad** que la media del mercado. Los socios mantuvieron siempre su inversión, pero fue necesaria una detallada explicación cualitativa de las empresas en cartera para **soportar con calma las caídas** que inevitablemente sobrevienen, como la de casi un 20% en 2015.

Cumulative Performance Statistics



Con el mismo propósito y la firme convicción en la divulgación y la transparencia, **comentaremos ahora las posiciones en cartera**. Algunas empresas se explicarán en mayor profundidad que otras para evitar la excesiva extensión de la carta, pero se irán enriqueciendo las explicaciones de todas las tesis de inversión en cartas sucesivas:

Análisis de los negocios en propiedad:

Activos intangibles:

Los activos intangibles como **las patentes, los contratos o las marcas** no tienen una naturaleza física objetiva, pero son recursos muy valiosos para las empresas y pueden suponer una **gran ventaja** frente a la competencia.

Las patentes y las licencias proceden del **poder del Estado para conceder monopolios** con ciertas condiciones. Al depender de decisiones políticas, su cumplimiento suele depender de la seguridad jurídica del país en cuestión, y de la importancia del producto para la sociedad. Si el único activo de una farmacéutica es la **patente de un medicamento** muy caro y clave para evitar que la gente muera (como el Sovaldi de Gilead Sciences), y además el principal cliente es la sanidad pública, **el riesgo político es mayor**.

Si la empresa tiene una **cartera diversificada** de medicamentos en diferentes nichos del mercado, un flujo continuo de nuevos productos gracias a su **investigación y desarrollo**, y **escala** para soportar los altos costes de la regulación, **el riesgo es menor**, y las patentes permiten disponer de tiempo para



desarrollar la siguiente generación de medicamentos que **mantenga a raya a los genéricos** cuando la patente expire. En ocasiones, como en la **salud animal**, los clientes no son gobiernos o aseguradoras, sino **ganaderos o dueños** de mascotas, como el caso de Zoetis o algunas divisiones de Sanofi.

Aprovechando estas características tenemos en cartera **Roche Holdings** , el gigante farmacéutico suizo cuyas divisiones de **diagnósticos y biotecnología** son números uno en el mundo. Su rama de medicamentos oncológicos continúa creciendo, y sus ventas en el **segmento inmunológico** son prometedoras. A lo largo de los próximos años, Roche concluirá el desarrollo de varias líneas de investigación protegidas por patentes que han requerido grandes inversiones, y seguirán avanzando para ser referentes en **diagnósticos personalizados**, eficientes y seguros. Es una inversión clara a largo plazo que creemos que puede **valer un 30% más** antes de entrar en el rango de valoraciones razonables.

En el mismo sector se encuentra nuestra inversión en **Sanofi** , una de las pocas **inversiones de Warren Buffett** fuera de Estados Unidos, que también creemos **infravalorada y de gran calidad**. Sus medicamentos, vacunas y demás productos para la salud humana y animal generan unos **flujos de caja muy sólidos**, y el **amplio portafolio de patentes, las economías de escala y su red de distribución** le otorgan una **ventaja competitiva amplia** que le permitirá tener beneficios extraordinarios durante muchos años.

Ambas empresas se beneficiarán a largo plazo del **envejecimiento de la población y las enfermedades asociadas a él**, aunque el mayor beneficiario de esta tendencia será nuestra posición en **Fresenius**  **FRESENIUS**. Su división Fresenius Medical Care forma junto con Davita (una de las posiciones de los gestores de Buffett) un claro **duopolio en las clínicas de diálisis**.

Actualmente más de **3,5 millones de personas en el mundo sufren de insuficiencia renal crónica**. De estos, 700.000 han recibido trasplantes de riñón. **Los 2,8 millones restantes no tienen otra opción que recibir tratamientos de diálisis 3 veces por semana** en clínicas cercanas para limpiar su sangre y evitar morir en pocas semanas. Fresenius cuenta con 3.690 clínicas en 45 países y trata de forma recurrente a más de 315.000 pacientes, el 11% del total. A las posibles soluciones de diálisis sencillas y baratas fuera de las clínicas aún les falta mucho tiempo para llegar.

La diabetes y la presión arterial alta son los principales factores de riesgo para esta enfermedad, **factores correlacionados con la edad**. El número de pacientes rondaba el millón en el año 2000, y se espera que llegue de los 2,8 actuales **a los 3,8 millones sólo en 2020**, lo que unido a la **fragmentación del mercado** y las



oportunidades de consolidación producirá un importante y **sostenido crecimiento para Fresenius**. Otra de sus divisiones más importante, **Fresenius Helios**, cuenta con **la mayor red de hospitales privados en España y Alemania** (En 2016 adquirieron **Quirón Salud**), y **Fresenius Kabi** es líder mundial en suministros para hospitales y tratamientos intravenosos.

Otro de los activos intangibles más interesante es **la imagen de marca**. Todos los expertos en marketing tratan de conseguirla y saben que la clave para ello es



apelar a la parte emocional de nuestro cerebro, al lenguaje universal de los sentimientos y las emociones para dotar a los productos de características que van más allá de las que un ser puramente racional valoraría, peculiaridades que **nos hacen sentir de un modo concreto** e intentan que **nos enamoremos de la marca**. Cuando esto se consigue, el producto <<se convierte en algo único, diferente y especial>>⁷ que elimina a la competencia y hace que a nuestro cerebro le importe menos el precio, lo cual produce efectos económicos similares a los de un monopolio, pudiendo **subir precios sin que la demanda se resienta**. <<La mayoría de nuestro cerebro está dominado por procesos automáticos, no por razonamientos deliberados. Gran parte de lo que pasa en nuestro cerebro es emocional, no cognitivo>>⁸.

En las últimas décadas, las empresas con imagen de marca conseguían **reforzar esta ventaja** de tres maneras:

- Aprovechando su mayor **escala para acceder a la publicidad** de los grandes medios de comunicación (acceso a los anuncios de TV).
- Beneficiándose de la falta de información disponible para el consumidor, **reduciendo los costes de comparar** varios productos similares gracias a marcas reconocidas, seguras y fiables (Fairy, H&S, Gillette).
- Empleando su amplia **red de distribución** para mejorar su posición negociadora frente a los distribuidores locales.

Sin embargo, en los últimos años **estas ventajas se han debilitado**. El acceso a la atención del consumidor se ha vuelto más fácil y se ha diversificado en varios canales, no sólo TV (**Internet, móvil y redes sociales**); la información disponible para el consumidor ha aumentado considerablemente, y la logística y la fabricación son cada vez más **fáciles de subcontratar** a proveedores eficientes. Por todo ello, nuestras inversiones basadas en imágenes de marca deben basarse en aspectos mucho más poderosos y difíciles de vencer:

⁷ Marketing. The heart and the brain of branding. Javier Sánchez Lamelas. p. 188. Traducción libre.

⁸ Martin Lindstrom citando a George Lowenstein en su brillante libro *Buyology*. Traducción libre.



- En ocasiones, la imagen de marca puede **reforzarse con “efectos red”** que la hacen más valiosa cuantas más personas reconocen su singularidad.

Este efecto puede conseguirse gracias a la fuerte **necesidad humana de pertenecer a un grupo y dar significado a sus vidas**⁹, construyendo en torno a la marca una serie de símbolos, ritos y comportamientos que envían señales de pertenencia a un grupo determinado que comparte los

mismos valores o intereses. Los clientes de Starbucks  sentados con sus ordenadores Mac y sus iPhones, los conductores de motos Harley-Davidson o BMW  o los compradores de botas Timberland son ejemplos interesantes. De nuestra inversión en BMW también conviene destacar la **calidad de la gestión, la solidez del balance y la atractiva valoración**; aunque existen importantes cambios tecnológicos futuros, se infravalora su capacidad de adaptación, su innovación, y la flexibilidad de sus fábricas.

El efecto red protector de la marca es más intenso cuando se trata de **marcas de lujo o super-lujo**, pues envían **señales de estatus, estilo, reputación, riqueza, poder o prestigio** muy valiosas para las personas, las cuales cumplen una función en las relaciones sociales y **necesitan consenso para funcionar**¹⁰. Puede que compres productos de marcas que te encantan y nadie conoce o te guste comportarte de forma inusual, pero si quieres influir en lo que otros piensan de ti e invertir en tu capital reputacional **te vistes de cierta manera, cuidas tu higiene, sonríes, das los buenos días**, etc., pues **hay consenso sobre ello**. Si además quieres enviar una señal de estatus, aunque sea inconscientemente y la marca ni siquiera te guste, sabes que **un Ferrari, un Maserati, un reloj de Cartier o una botella de Moët & Chandon** cumplirán su cometido.

Cuando los principales clientes de dichas empresas son personas con un poder adquisitivo muy alto, las ventas están **más protegidas frente a las recesiones económicas**. Sobre esta tesis pivotan inversiones como Louis Vuitton Moët Hennesy **LVMH**, que cuenta con marcas como **Louis Vuitton, Christian Dior, Moët & Chandon, Dom Perignon, Veuve Clicquot, Sephora, Loewe, DKNY o BVLGARI**. Además, está gestionada por la familia Arnault, su principal accionista, y disfruta de localizaciones clave en las principales ciudades.

⁹ El secreto de las marcas, clubes para gente muy especial. Douglas Atkin.

¹⁰ La psicología evolutiva o herramientas como la Teoría de señales honestas costosas lo explican.



En menor medida, podemos incluir en esta categoría a **L brands** con

sus icónicas marcas **Victoria's Secret**  **SECRET** y **Bath & Body Works**.

Las excelentes localizaciones de sus tiendas físicas, la **repercusión mundial de su Fashion Show**, sus economías de escala, aspectos prácticos como **el confort, el ajuste**, la consistencia y la costosa



comparación entre marcas, y altas dosis de neuromarketing **sostienen su ventaja competitiva**. Contratiempos pasajeros como la decisión de dar marcha atrás en

sus nuevos **segmentos de baño y ropa** (lo cual vemos correcto), cambios en las **modas** a los cuales siempre se adaptan (bralettes, sujetadores deportivos), y el exagerado castigo actual a cualquier empresa con tiendas físicas ante la **amenaza de Amazon**, hace que la empresa esté enormemente **infravalorada**.

Por su parte, **Porsche Automovil Holding SE** es una empresa cuyo principal activo es tener la mayoría del derecho de voto y el **30,8% del derecho económico sobre el grupo Volkswagen**, además de **caja neta** y una inversión marginal en empresas de nuevas tecnologías. La empresa cotiza con un ligero descuento del 7% con respecto al valor de su participación en Volkswagen, sin contar los posibles derivados.

PORSCHE SE

Core Investment

Stake of ordinary shares: 52.2%
(Represents a stake of subscribed capital: 30.8%)

VOLKSWAGEN
AKTIENGESELLSCHAFT



VOLKSWAGEN FINANCIAL SERVICES
AKTIENGESELLSCHAFT

El grupo Volkswagen ha resultado fuertemente castigado desde que en Septiembre de 2015 se descubriera que había trucado las medidas de **emisiones de CO2 de sus vehículos Diesel**. Tras el pago de **varias multas y provisionamientos** que han afectado a los resultados de estos años, los resultados futuros no deberían verse tan afectados a pesar de los casos aún abiertos en varios países.

Lo interesante es que **el negocio subyacente ha continuado mejorando**, tanto en ventas como en márgenes, y que la valoración actual ofrece una **oportunidad muy clara** para ser dueños de **marcas muy valiosas**. A pesar de estar en un sector cíclico, muy capital intensivo y con una feroz competencia en las marcas de menor calidad, el grupo Volkswagen cuenta con varias joyas en su haber:

La marca Porsche es la más rentable del mundo, con márgenes de beneficio del 17%, crecimiento, imagen de marca premium y clientes leales. Se encuentran entre los vehículos que menos se deprecian. Con **3.900 millones de beneficio operativo** y aplicando un múltiplo



conservador de 10 veces, equivalente a la valoración actual de BMW, obtenemos un **valor de 39.000 millones sólo por Porsche**, lo que ya supone el 85% de todo el valor de cotización actual de Volkswagen, ajustando por deuda y caja.

Otras marcas de gran lujo como **Bentley o Lamborghini** generan 116 y 120 millones de beneficios respectivamente, lo que a un múltiplo de 20 veces (25 veces el actual de Ferrari) supondría una **valoración conservadora de 4.700 millones**. Si los 10.500 millones de beneficios del resto de marcas (**Volkswagen, Audi, Seat, Skoda, Bugatti, Ducati, Scania y Man**), así como los 2.000 millones de beneficio de su financiera, los valorásemos a un **muy pesimista múltiplo de sólo 5 veces**, y restando otros 6.000 millones en multas futuras, obtendríamos una **valoración total de 100.000 millones de euros, más del doble de la cotización actual**.

Este margen parece más que suficiente a cambio de soportar futuras multas e imprevistos, futura competencia, y el peso de los sindicatos; y nos permitiría aprovechar la **normalización del dividendo** en los próximos años, los resultados de sus futuros lanzamientos, el crecimiento en mercados emergentes y **futuras spin-offs** para aflorar el valor de marcas valiosas.

En cuanto a la **imagen externa de calidad y deportividad** de un coche de alta gama, los **frenos de disco de altas prestaciones** son clave. Nuestra empresa **Brembo** , tras décadas de patentes y know-how acumulado, los fabrica para marcas como **Ferrari, Aston Martin, Porsche o BMW**.



- La segunda forma de reforzar la marca es creando **pautas de comportamiento duraderas**, en especial por ser productos con los que tenemos un **contacto más estrecho** y recurrente: lo comemos, nos lo ponemos en la piel, etc. Nuestro refresco favorito, el sabor de nuestra cerveza habitual, la pasta de dientes a la que estamos acostumbrados, la crema que nos ponemos, etc. Marcas como **Lóreal, Colgate o Coca-cola** disfrutaban de amplios márgenes de beneficios gracias en parte a este aspecto. En nuestra cartera tenemos ejemplos como:
 - **Nestlé**  : La **red global de distribución** de Nestlé, su portafolio diversificado de productos con fuerte **imagen de marca** y el renovado énfasis en la reducción de costes y la recompra de



acciones hacen esperar una **sólida generación de caja y creación de valor** para los accionistas a largo plazo. La dirección cuida de los márgenes de beneficios y el crecimiento orgánico enfocándose en los productos de mayor éxito y **reinvirtiendo en los mercados emergentes**.

Su escala y alcance le permite reaccionar con mayor rapidez a los **cambios en las preferencias de los consumidores**, ahora preocupados por la salud y el bienestar, además de aumentar su **poder de negociación** ante los comercializadores y mantener poder sobre el precio. Sus productos generan **hábitos de consumo** con mucha inercia, difíciles de cambiar.

- **Starbucks**  : Starbucks ha sido y sigue siendo una gran historia de éxito desde que su CEO **Howard Schultz** decidió crear locales de venta de **cafés de calidad** en espacios cómodos al estilo italiano que sirven de “**tercer lugar**” entre casa y el trabajo. El olor de los granos de café impregna sus tiendas, en las que los postres carecen intencionalmente de olor. Su impresionante escala le permite **negociar buenos acuerdos** tanto con los productores de café como con los propietarios de locales. El **miedo a la saturación en EEUU** ha deprimido el precio de la acción, pero **su crecimiento internacional no ha hecho más que empezar**, especialmente en **China, India o Brasil**, donde abre conjuntamente miles de tiendas al año. El mercado **infravalora las oportunidades de sus futuros formatos de venta** (locales de menor tamaño, venta online, acuerdos con oficinas y universidades, etc) y el **impacto a largo plazo de las decisiones** recientes de comprar todas sus franquicias en China y Japón.

- **Anheuser-Busch**  **ABInBev** : AB Inbev es el **mayor fabricante de cerveza del mundo**, con una cuota de mercado mundial del 25%. Disfruta de una de las **ventajas competitivas más duraderas** en el sector del consumo defensivo. Su escala global y el dominio cuasi-monopolístico en algunos países le permiten distribuir sus costes fijos para ser más eficiente y tener **mayor poder sobre el precio**

que sus competidores. La cuota de mercado en Brasil es del 70%, y del 50% en EEUU. La imagen de marca de muchos de sus productos, como la famosa cerveza **Budweiser, Bud light, Corona o Brahma**, están entre las 10 marcas de cerveza más valiosas del mundo. La empresa genera 37\$ de caja operativa por cada hectolitro de cerveza, muy por encima de los 24\$ por





hectolitro generado por el mayor competidor, Heineken. Esto le permite disfrutar de unos márgenes de beneficios antes de intereses e impuestos superiores al 30% año tras año. **La gestión en los últimos años ha sido ejemplar**, realizando adquisiciones que han permitido mejorar la rentabilidad y reducir costes. La adquisición de su rival **SABMiller** lo convierte en líder indiscutible. El principal accionista, tras un complicado entramado de empresas, es **Jorge Paulo Lemann** (42,71%), famoso por sus **acuerdos con Warren Buffett** en empresas como H.J. Heinz, Burger King o Gillette, se le considera un gestor ejemplar, experto en adquisiciones y reducción de costes que aporten valor para el accionista de largo plazo.

- **Arca Continental**  : Arca Continental es la **embotelladora de las distintas marcas de Coca-Cola Company** en México, Ecuador, Perú (a través de Lindley), y el norte de Argentina. Aprovechando la estrategia de “refranquiciado” de Coca-cola, en breve Arca también controlará los derechos de embotellamiento de Texas, Oklahoma, Nuevo México y Arkansas, siendo la primera empresa latinoamericana que embotella Coca-Cola en Estados Unidos. Es decir, **Arca controla los mercados de Coca-Cola más fuertes del mundo** con consumos per cápita un 50% superiores a los de EEUU. Incluso en lugares donde se vende un 20% más cara que Pepsi, mantiene cuotas de mercado del 70%.

Cuenta también con importantes marcas de snacks en EEUU, México y Ecuador. Además de **aprovechar la omnipresencia de la marca Coca-cola en la mente de los consumidores**, su fuerte **ventaja en la distribución** es única en el mundo. Los puntos de venta están muy fragmentados (en México el 60% son pequeñas tiendas de barrio), haciendo muy difícil servir a las tiendas sin la **suficiente cuota de mercado y escala**. Ni siquiera Pepsi tiene suficiente volumen para justificar una distribución tan amplia y **no puede competir**. Esto a su vez hace **ganar experiencia** en la presentación y el marketing y permite mejorar la eficiencia. Además, destaca la estrategia **centrada en el consumidor** de su director Pancho Garza y su **enfoque a largo plazo**. En 2009, por ejemplo, se sacrificaron resultados a corto plazo para realizar inversiones durante la crisis y ganar cuota de mercado después.

En relación con los **hábitos que producen los sabores y olores** de algunos

productos que consumimos, encontramos **Givaudan**  , el mayor fabricante mundial de sabores y fragancias, con el 25% del mercado. En su sector la imagen



de marca es irrelevante, pero la calidad, confiabilidad, eficiencia y coste son muy importantes para sus clientes. **Las formulaciones únicas y casi irreplicables son cruciales en la experiencia del consumidor final**, aunque sólo suponen el 0,5% del coste del producto final, lo que hace que los clientes permanezcan con el mismo proveedor durante mucho tiempo y eviten correr riesgos. Esto además otorga a Givaudan un **enorme poder sobre el precio** (si Givaudan sube el precio de los componentes que le dan su sabor característico a tu producto y supone el 0,5% del coste final, les sigues pagando).

Por esta razón, **los clientes firman contratos a largo plazo** donde se fijan las subidas máximas de precio que Givaudan puede aplicar, generalmente por la inflación y el precio de las materias primas. Muchos gestores se fijan en la existencia de contratos a largo plazo, pero **existe una gran diferencia entre contratos que tratan de suavizar la dependencia de la empresa a una materia prima** (por ejemplo petróleo acero), **y contratos que se firman a petición del cliente para tratar de limitar tu poder de negociación**. Al final, tanto tu dependencia como tu ventaja se acaban evidenciando.

La escala en este sector tan complejo es también importante, tanto que incluso empresas como Nestlé o Unilever terminaron por vender sus divisiones de sabores y fragancias a empresas como Givaudan o IFF. Las tendencias hacia **ciclos de producto cada vez más cortos** y los cambios en las preferencias del consumidor otorgan a Givaudan una importante ventaja, ya que su eficiencia le permite invertir el **8% de su facturación en I+D** y su alcance global **reaccionar más rápidamente que sus competidores**. La incertidumbre sobre sus beneficios futuros es baja, actuando casi como renta fija con cupón creciente.

La última empresa de esta categoría es **SGS SA** , que al igual que Givaudan nos aporta una **certidumbre muy elevada** y rentabilidades a largo plazo cercanas al 10% anual. Esta empresa suiza proporciona servicios de **inspección, verificación, ensayos y certificación en todo el mundo a través de sus más de 1800 oficinas y laboratorios** (podríamos verla como la hermana mayor de Bureau Veritas). Tanto el inevitable **aumento global de las regulaciones** y distintas normativas referentes a la calidad, salubridad, seguridad y riesgos medioambientales de los procesos productivos como el **aumento de la complejidad** de los mismos hacen que este tipo de empresas salgan beneficiadas. En un mundo cada vez más globalizado, las empresas valoran la presencia global de SGS para cubrir todos sus requerimientos de inspección, verificación y certificación. Su número de oficinas, laboratorios e inspectores repartidos por todo el mundo, junto con los largos procesos de autorización locales, hacen **difícil para los nuevos competidores replicar sus servicios**. Su amplio abanico de servicios y su calidad le otorgan una buena **reputación y reconocimiento de marca**. El elevado número de industrias a las



que sirve hacen que la empresa sea menos sensible a los ciclos. El equipo gestor, con amplia experiencia, ha conseguido realizar valiosas adquisiciones en el pasado y aumentar el valor de la empresa consistentemente.

Gestores excelentes:



Resultado complicado incluir a nuestras empresas en categorías concretas, pues **la mayoría comparten muchas características excepcionales** (varios tipos de ventajas competitivas combinadas, gestión excelente, balance fuerte, etc) y esta segmentación puede ser en ocasiones **injusta**, pero hemos creído que **resulta didáctico** para esta primera carta poder **entrelazar teoría y práctica**.

La **excelencia en la gestión y el estudio de los incentivos de los directivos** son aspectos cualitativos y subjetivos **difíciles de valorar**. Descubrir estos aspectos **requiere tiempo y esfuerzo**, lo que nos aporta una ventaja frente a los inversores cuantitativos y cortoplacistas.

La gestión de la empresa **afecta a la creación de valor a largo plazo del negocio**. Aunque las ventajas competitivas pueden **suavizar los errores de la dirección** (yo mismo ganaría a Fernando Alonso en una carrera si voy en coche y él en bici), una dirección inteligente y perspicaz es clave para **mantener y ampliar las ventajas competitivas y hacer crecer la empresa**, en especial si su estrategia se basa en las fusiones y adquisiciones, materia en la que es necesaria mucha experiencia para aportar valor.

Esos gestores fuera de lo común asignando el capital de la empresa son difíciles de encontrar, pero **su habilidad suele infravalorarse** por varias razones¹¹: en ocasiones se basa en optimización fiscal compleja o uso de deuda, dedican poco tiempo a explicar sus resultados a los inversores (la relación con inversores es un desperdicio de su tiempo), hacen cosas diferentes a los demás por convicción, se enfocan en el muy largo plazo¹², y no se cree que puedan repetir los éxitos del pasado. En nuestra cartera destacan:

- **Warren Buffett y Charlie Munger** al frente de **Berkshire Hathaway**, nuestra principal posición: Considerados por muchos los dos mejores inversores de todos los tiempos, su habilidad ha conseguido generar valor a un ritmo del 20% anual durante más de 50 años, algo insólito. El holding resultante es una **colección de negocios con fuertes ventajas competitivas que está diseñado para durar décadas** por sí

¹¹ Como apunta William N. Thorndike en su sobresaliente libro *The Outsiders: Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success*

¹² "When forced to choose between optimizing the appearance of our GAAP accounting and maximizing the present value of future cash flows, we'll take the latter." (Jeff Bezos, Amazon CEO, 1997)



solo, aunque sus sobresalientes discípulos Ted Weschler y Todd Combs harán un trabajo excelente cuando Buffett y Munger ya no estén. En agosto de 2015 realizamos un análisis detallado de Berkshire y el proceso para valorar la empresa que está publicado [aquí](#). A pesar de la revalorización de la acción desde entonces, creemos que **el valor de Berkshire aún puede ser un 20% superior** a los precios actuales a fin de año, valor que además **crece un 8-10% cada año**. Además, la disposición de Buffett de **recomprar acciones** incluso a 1.24 veces valor contable genera un sólido suelo en el precio de la acción.



- **Bruce Flatt** al frente de **Brookfield Asset Management**: Como mencionó recientemente Francisco García Paramés en la presentación de su libro, es buena idea invertir en **sectores que van a existir siempre, como la gestión de activos**. Brookfield es una empresa



compleja que lleva tiempo comprender. Se compone de varias divisiones que a su vez cotizan de forma independiente. Las más importantes se componen de activos inmobiliarios, infraestructuras y presas hidroeléctricas. Además de las comisiones que gana la matriz por gestionar estas divisiones cotizadas, Brookfield capta fondos de grandes instituciones para asignarlos de forma inteligente en activos reales duraderos y de calidad que se

encuentran infravalorados en distintas partes del mundo. A pesar de su tamaño actual, creemos que nuestra inversión puede obtener una rentabilidad de entre el 15% y el 20% anual en la próxima década.

Como ejemplo, Brookfield Infraestructura es un Conglomerado de **activos reales de alta calidad y larga duración** claves para la economía. 11.000 km de **redes eléctricas**, 2.000 kilómetros de **tuberías de gas natural**, 10.300 km de líneas de **ferrocarril**, 3.600 km de **autopistas de peaje**, 36 **puertos y estibas**, 7.000 **torres de comunicación**, bosques madereros, y 5.000 km de **cable marítimo de fibra** óptica. Brookfield proporciona diversificación sectorial y geográfica inmediata, flujos de caja estables, contratos a largo plazo



protegidos contra la inflación, monopolios naturales y nichos de clientes cautivos. El equipo de **Bruce Flatt** ha generado un increíble **30% de retorno anual** para el accionista en los últimos 8 años, gracias a las **compras oportunistas de infraestructuras infravaloradas**, su acceso flexible a la financiación, su presencia global y su excelencia operativa.

Su división de **renovables** es la única empresa en el mundo que representa una inversión pura en centrales hidroeléctricas, tecnología que **no ha cambiado en 100 años y que sigue siendo la forma más barata de producir energía renovable**. Las limitadas localizaciones crean **monopolios naturales**, y Brookfield consigue comprarlas por debajo de su coste de remplazo.

- **Bradley Jacobs** al frente de **XPO Logistics**: Bradley Jacobs es un experto en consolidar sectores fragmentados realizando adquisiciones a buenos precios y mejorando la eficiencia al integrar las operaciones. Tiene más de **500 adquisiciones a sus espaldas**. Tras sus éxitos en



United Rentals y United Waste, con rentabilidades para el accionista muy superiores a las del S&P500, decidió **asignar su propia fortuna** al último gran sector por

consolidar, la logística. Tras comenzar con un **modelo sin activos propios** en el que creó un **enorme efecto red** al agregar demanda fragmentada (clientes) y oferta fragmentada (transportistas), realizó una serie de **adquisiciones clave para ganar escala y eficiencia** y convertirse en el líder actual, sirviendo de **“solución todo en uno” para clientes como Amazon, Zara, Ikea, Carrefour, Nestlé o Danone**, que no pueden replicar su escala, alcance y eficiencia. También se encarga desde hace años de eventos complejos como **el Tour de Francia**. Aún así, sus ventas actuales sólo representan el **1,5% del mercado**, y esperamos que continúe creciendo y consolidando el sector las próximas décadas. A pesar de la revalorización de más del 100% desde que la descubrimos en 2015, aún creemos que su valor razonable se encuentra un 80% por encima del precio actual.



Otros directivos fuera de lo común, que merecerán una explicación más detallada en futuras cartas, son:

- Los hermanos Rales al frente de **Danaher Corp.**
- John Malone y **Liberty Global.**
- Jeff Bezos al frente de **Amazon.**
- Mark Leonard al frente de **Constellation Software.**
- Pony Ma al frente de **Tencent Holdings.**

Estos dos últimos destacan además por sus **estructuras descentralizadas** y su entendimiento de los **problemas de coordinación y burocracia** que surgen cuando las empresas crecen. El interesante caso de Tencent y su aplicación todo-en-uno Wechat la explicaremos junto con Facebook en la próxima carta, pues son tesis claras a largo plazo pero poco conocidas.



Numantia
Patrimonio Global

“Pongo un gran énfasis en la CERTIDUMBRE.” Warren Buffett

“La mayoría de la plusvalía la hemos hecho con empresas de alta calidad.” Charlie Munger

Contacto:

info@numantiapatrimonio.com