



**4ª CARTA SEMESTRAL – MARZO 2019**



renta4  
banco

# Numantia

## Patrimonio Global

“A menos que una empresa tenga algún tipo de foso defensivo, predecir cuánto valor para los accionistas creará en el futuro es casi imposible, independientemente de cuál sea el track record histórico.” Pat Dorsey

### Contenido:

- Evolución de valor liquidativo..... p.2
- Comentario general..... p.3
- Plan de reducción de comisiones..... p.8
- Resumen de filosofía..... p.10
- Estudio dinámico de ventajas competitivas.... p.10
- Cartera actual y movimientos del semestre... p.14
- Preguntas y respuestas..... p.17
- Eventos destacados del semestre..... p.19
- Anexo sobre valoración ..... p.20





Estimado copropietario,

Como indicamos en nuestra primera carta de agosto de 2017, que puede descargar **desde nuestra página web** [www.NumantiaPatrimonio.com](http://www.NumantiaPatrimonio.com), “**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.”

No escapará a su fina percepción que estamos en el mes de **marzo**. Con el paso de los años irán detectando un patrón que ya adelanto, y es que por norma general **evitamos tanto los cambios como las prisas**. He decidido esperar unas semanas más para recopilar y digerir los **resultados anuales** de nuestras principales empresas, incluir **reflexiones atemporales**, y esperar a algunos **hitos relevantes** como la publicación de la carta anual de Warren Buffett, Markel, Semper Augustus, o la conferencia anual de Fundsmith y de otras gestoras. Espero que sepan entender esta pequeña demora, que creo que inculca **hábitos valiosos como la paciencia y el autocontrol**, indispensables para el ahorro disciplinado. Las cartas seguirán siendo semestrales, aunque no descarto que en el futuro lleguen a ser anuales.

- **Evolución del valor liquidativo desde el inicio:**



Valor liquidativo: **9,62€**. **Rentabilidades** acumuladas de Numantia Patrimonio Global (ya descuentan comisiones y gastos):

Desde inicio (Julio 2017)	2018	2019 YTD	Últimos 12 meses
+3,2%	-15,6%	+15%	-1%



Como comentamos en nuestra última carta de agosto de 2018, “**muchos partícipes realizamos aportaciones periódicas** y tenemos un horizonte de muy largo plazo, así que **nos interesa que el precio del fondo caiga**, mientras el valor de nuestras empresas continúa aumentando.” Y hablo en primera persona porque **el 100% de mi ahorro personal está invertido en Numantia**, compartiendo destino con el resto de los partícipes, como creo que no puede ser de otra manera, y en línea con el **compromiso de alineación de intereses** adquirido en la primera carta. Lo considero un aspecto clave. Aportaciones del semestre:

## MI PATRIMONIO

EMERITO QUINTANA PELAYO  
Última Conexión: 09/03/2019 17:43:44

### Operaciones de Fondos: R4 MULTIGESTION NUMANTIA PATR. GLOBAL

Fecha	Concepto	Parti	V.Partic.	Imp.Bruto	Comis.	Reten.	Efectivo
10/03/2019	VALORACIÓN	5.189,550037	9,621890 EUR				49.933,28 EUR
05/03/2019	SUSCRIPCIÓN	103,926089	9,622223 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR
05/02/2019	SUSCRIPCIÓN	106,353008	9,402649 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR
04/01/2019	SUSCRIPCIÓN	116,440733	8,588060 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR
19/12/2018	SUSCRIPCIÓN	120,250381	8,315982 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR
19/11/2018	SUSCRIPCIÓN	112,722326	8,871357 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR
17/10/2018	SUSCRIPCIÓN	158,850095	9,442865 EUR	1.500,00	0,00	0,00	1.500,00 EUR
05/09/2018	SUSCRIPCIÓN	102,457043	9,760188 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR

Así ha sido este semestre, donde hemos observado fuertes caídas en los mercados y en nuestro fondo, tanto por **preocupaciones macroeconómicas** como por **circunstancias específicas** de nuestras empresas, haciendo que en este año y medio no hayamos visto crecer significativamente el valor de nuestro patrimonio, sino que sólo se ha “mantenido”.<sup>1</sup>

Por el lado de las preocupaciones macroeconómicas como la guerra comercial entre EEUU y China, el Brexit, o las subidas de tipos, creo que no aporta demasiado valor detenerse en ellas, aunque son las que más titulares catastrofistas generan. **Cada año se renuevan las principales preocupaciones económicas** dándonos argumentos para no invertir, y como explica Buffett en su última carta, “**todos aquellos titulares aterradores son ahora historia.**”<sup>2</sup>

Guerras, pánicos financieros, elecciones, presidentes... **todo parece muy importante en su momento**, y suele aderezarse con gráficos que en general contienen datos engañosos o irrelevantes, pero la realidad es que el impacto de estos eventos en el valor de los negocios

<sup>1</sup> Al ser cada vez mayor la proporción de nuevos inversores con respecto a los familiares y amigos que confiaron en mí desde septiembre de 2013, creo que lo más lógico es eliminar del texto principal las referencias a la rentabilidad acumulada del +60% lograda en la sociedad familiar hasta la creación de Numantia.

<sup>2</sup> Traducción Libre.



a largo plazo suele diluirse con facilidad. Muchos ya no se acuerdan de lo aterrador que parecía en su día el **desplome del mercado chino de 2015-2016, la crisis de Crimea de 2014, o las protestas en Grecia en 2010-2012 y su crisis de deuda**. Se olvidan muy rápidamente, y aún así, cada nuevo evento dispara los augurios de un gran desastre financiero.

¿Por qué ocurre esto? Además de los **incentivos** obvios de los medios de comunicación para provocar e impactar, y a **sesgos** que hacen que demos más importancia a la información más reciente, en la última década hemos podido observar cómo hay algo que no se olvida y continúa grabado en la memoria colectiva: **la gran crisis de 2008**. Un trauma reciente que explica “esta obsesión por evitar la próxima gran catástrofe económica”<sup>3</sup>. Sin embargo, aunque debemos cuidarnos de la ingenuidad, el pesimismo no suele rentar en los mercados financieros, como sí lo hacen el **optimismo vigilante, el carácter impasible, y la paciencia**.

*“Se ha perdido más dinero intentando prever las correcciones y protegiéndose frente a ellas que sufriendolas realmente.” Peter Lynch*

Al centrarnos en estas noticias solemos perder de vista **otras que sí que tienen un alto impacto** en el crecimiento futuro de los países, como los cambios regulatorios que afectan a la acumulación de ahorro y a la flexibilidad de la economía. **Los recortes fiscales en EEUU y en China**, o la reducción del proteccionismo chino en varios frentes son una fuente de crecimiento sano.<sup>4</sup> Por el lado negativo, las continuas políticas de “estímulo” en una economía rígida como Europa aumentan **el riesgo de japonización, el apuntalamiento de los sistemas de pensiones de reparto** reduce la capacidad de ahorro real de muchos países, y la aplicación de **medidas populistas** en algunos países de Sudamérica como **México** pueden acabar rápidamente con décadas de crecimiento.

Por el lado de las circunstancias concretas de nuestras empresas, han ocurrido eventos muy interesantes que merece la pena explicar. La crisis de 2008 nos permitió comprobar la fortaleza de muchos modelos de negocio, y de forma similar, las caídas recientes en las cotizaciones han sido muy valiosas para **recopilar información del comportamiento de nuestras empresas en momentos de estrés**, y en muchos casos como confirmación de nuestra estimación del valor real de los negocios.

Muchas de nuestras empresas han aprovechado los bajos precios para **recomprar acciones**, en algunos casos de forma agresiva, lo que nos beneficia como accionistas a largo plazo (cada vez somos dueños de un trozo mayor del pastel). También estamos observando cómo los directivos y accionistas de referencia de algunas de nuestras empresas están aprovechando para adquirir acciones con su propio dinero.

---

<sup>3</sup> Artículo: El impacto de la memoria reciente en el mercado bursátil. Enrique García Sáez.

<sup>4</sup> Además, si nos fijamos en los incentivos, tanto EEUU como China tienen interés por entenderse y aumentar sus intercambios, por lo que una guerra comercial real y duradera es posible pero poco probable. Lo más probable es que las turbulencias a corto plazo se deban al lógico proceso de negociación.



Tras la acusación de violación al CEO de **JD.com** y el miedo a la guerra comercial con China, la acción cayó con fuerza durante el semestre. Nosotros mantuvimos la calma y aprovechamos para comprar tanto acciones como opciones. Por su parte, la empresa anunció en diciembre un plan de **recompra de acciones de \$1.000 millones**. En paralelo, las autoridades de Minneapolis **retiraron la acusación** y le eximieron de cualquier cargo. La tesis de inversión en JD.com requiere **altas dosis de paciencia**; la clase media China crece inexorablemente pero es un proceso lento, las restricciones a la inversión para los nacionales continúan, la seguridad jurídica mejora entre bambalinas pero se mantiene sin cambios, y la reputación no se recupera de un día para otro. Mantendremos la inversión, vigilando los avances en logística y tiendas físicas de la competencia. **La valoración es muy muy atractiva.**

El fundador de Facebook aprovecha el 15 aniversario de la compañía para disipar dudas: «No vendemos datos de los usuarios»

## Nuestro modelo de negocio

MARK ZUCKERBERG

### TRIBUNA

El mes que viene, Facebook cumple 15 años. Cuando lancé Facebook, mi intención no era crear una compañía global. Entonces, me di cuenta de que podías encontrar casi cualquier cosa en internet —música, libros, información—, excepto lo más importante: personas. Por eso creé un servicio que la gente pudiera usar para conectar y aprender más los unos de los otros. Con los años, miles de millones de personas han encontrado esto útil, y hemos ido creando más servicios que gustan a gente en todo el mundo y utilizan todos los días.

Recientemente he oído muchas preguntas acerca de nuestro modelo de negocio, por eso me gustaría explicar los principios que guían el funcionamiento de nuestra plataforma.

Creo que todo el mundo debería tener voz y poder estar conectado. Si nuestro compromiso es servir a todo el mundo, entonces necesitamos un servicio disponible para todos. La mejor manera de hacer esto realidad es ofrecer servicios gratuitos, y los anuncios nos permiten hacerlo.

Las personas siempre nos dicen que, si van a ver anuncios, prefieren que sean relevantes. Esto significa que tenemos que entender lo que les interesa. De modo que, partiendo de las páginas que les gustan y los contenidos en los que hacen clic, además de otras señales, creamos categorías —por ejemplo, gente que vive en España y a la que le gusta las páginas sobre jardinería— y los anunciantes pagan por mostrar su publicidad a esa categoría de personas. Si bien la publicidad dirigida a grupos específicos existía mucho antes de Internet, la *publicidad on line* permite una segmentación mucho más precisa y, por lo tanto, anuncios más relevantes.

Internet también nos permite ofrecer una mayor transparencia y control sobre los anuncios que ves, respecto a la televisión, la radio o los medios impresos. En nuestros servicios, tienes el control sobre qué información utilizamos para mostrarte anuncios, y puedes bloquear a cualquier anunciante. Puedes saber por qué estás viendo un anuncio en concreto y cambiar tus preferencias para que veas los que de verdad te intere-



El fundador y consejero delegado de Facebook, Mark Zuckerberg. REUTERS

resan. Y puedes usar nuestras herramientas de transparencia para ver todos los anuncios que un anunciante está mostrando a los demás.

Aun así, algunas personas están preocupadas por la complejidad de este modelo. En una transacción normal, pagas a una empresa por el producto o servicio que ofrece. Es sencillo. Sin embargo, con nosotros recibes los servicios gratis, y trabajamos con los anunciantes por separado para que te muestren anuncios relevantes. Este modelo puede parecer opaco, y todos desconfiamos de los sistemas que no entendemos.

En ocasiones esto lleva a la gente a suponer que hacemos cosas que no hacemos. Por ejemplo, no vendemos los datos de los usuarios, aunque a menudo se dice que sí lo hacemos. De hecho, **vender los datos de las personas iría contra nuestros intereses empresariales, porque reduciría el valor único de nuestros servicios para los anunciantes.** Por lo tanto, tenemos un gran incentivo para proteger esos datos y evitar que nadie acceda a esa información.

A algunas personas también les preocupa que los anuncios creen un desajuste de intereses entre nosotros y quienes usan nuestros productos. Muchas veces me preguntan si buscamos incrementar las interacciones de las personas con Facebook porque esto genera más valor para la publicidad, aunque no sea acorde a los intereses de las personas.

Quiero ser claro: nuestro objetivo es ayudar a la gente a compartir y conectarse más, porque el propósito de nuestro servicio es ayudar a las personas a que mantengan el contacto con sus familias, amigos y comunidades. Pero desde la perspectiva de negocio, es importante que las personas hagan un buen uso de su tiempo, o no utilicen nuestros servicios a largo plazo. Los enlaces engañosos (*clickbait*) y otros contenidos basura pueden mejorar la interacción con la plataforma a corto plazo, pero sería una estupidez por nuestra parte mostrar estos contenidos de forma intencionada porque no es lo que quieren las personas.

Otra pregunta es si dejamos que se muestre contenido dañino o polarizador porque genera un aumento de la interacción. No lo hacemos. La gente nos dice constantemente que no quiere ver este tipo de contenido. Los anunciantes tampoco quieren que se asocie a sus marcas. La única razón por la que sigue viendo este tipo de contenido es porque los equipos de personas y los sistemas de inteligencia artificial que utilizamos para revisarlo no son perfectos. No es porque lo ignoremos de forma intencionada. Nuestros sistemas aún están evolucionando y mejorando.

Por último, otra pregunta importante es si el modelo publicitario anima a que las empresas como la nuestra utilicen y almacenen más información y datos de los que necesita-

rios para ofrecer servicios a los consumidores.

En este caso, no hay duda de que recogemos cierto tipo de información para mostrar anuncios, pero esa información en general, es también importante para la seguridad y para el funcionamiento de nuestros servicios.

Por ejemplo, las empresas a menudo introducen un código en sus aplicaciones y sitios web para que, cuando alguien busca un artículo en particular, le puedan mostrar anuncios más adelante para animarle a completar la compra. Pero este tipo de señal también es importante para detectar fraudes o cuentas falsas. Damos el control total a las personas para que decidan si usamos esta información para los anuncios, pero no permitimos que controlen cómo usamos esta información para la seguridad o para operar nuestros servicios. Como parte de nuestro cumplimiento con el nuevo Reglamento General de Protección de Datos, cuando pedimos permiso a las personas para utilizar esta información y así mejorar sus anuncios, la gran mayoría nos dio su consentimiento, porque prefieren anuncios más relevantes.

Por último, creo que los principios más importantes en cuanto a los datos son transparencia, opciones para poder elegir y control. Tenemos que ser claros sobre cómo usamos la información, y las personas tienen que tener opciones claras para elegir cómo quieren que se use. Una regulación que codifique estos principios para todo Internet sería beneficiosa para todo el mundo.

Es importante que esto se haga bien, porque hay claros beneficios en este modelo de negocio. Miles de millones de personas dependen de un servicio gratuito para conectarse con la gente que les importa y para expresarse. Pequeñas empresas de todo el mundo acceden a herramientas para crecer y crear empleo.

Hay más de 90 millones de pequeñas empresas en Facebook, y conforman una gran parte de nuestro negocio. La mayoría no podrían costearse anuncios en televisión o en vallas publicitarias, pero ahora tienen acceso a las mismas herramientas que antes sólo podían permitirse las grandes empresas.

Esto ofrece grandes oportunidades, ya que la pequeña empresa crea la mayoría de los empleos y el crecimiento económico. En una encuesta mundial, la mitad de los negocios presentes en Facebook indicaron que habían contratado a más gente desde que se unieron a la plataforma. Esto significa que están usando nuestros servicios para crear millones de puestos de trabajo.

Para nosotros, la tecnología siempre ha sido una forma de dar poder a la mayor cantidad de gente posible. Si crees en un mundo en el que todas las personas pueden usar su voz y tienen las mismas oportunidades de ser escuchadas, un mundo en el que cualquiera puede crear una empresa desde cero, entonces es fundamental crear tecnologías al alcance de todos. Ese es el mundo que estamos construyendo día a día, y nuestro modelo de negocio lo hace posible.

### Hija fija de los

El Triádiverá precisa la forabona den re El creta en 20 pñict gasto lidad una a que a tintat Sala pan se a vias que ceri L que gen en As cli tu de di ci co b e

Otra de nuestras principales posiciones, **Facebook**, también ha estado **recomprando acciones activamente** en el último semestre<sup>5</sup>. Los últimos resultados confirman el **crecimiento de usuarios y beneficios**, en contra de lo que vaticinaban las encuestas y los titulares, dado el gran **atractivo** que continúa teniendo para los anunciantes y la **ubicuidad** de sus plataformas. Durante el semestre fue interesante leer un artículo de Mark Zuckerberg, explicando lo obvio: **Facebook no vende datos** ni le interesa hacerlo, el nivel de privacidad en Facebook es una decisión personal, y la mayoría de las personas prefieren servicios gratuitos y **anuncios relevantes**. También son interesantes los avances en su algoritmo de Inteligencia artificial, el desarrollo de un sistema de pagos, los intentos de integración de todas sus plataformas, y sus importantes inversiones en centros de datos e infraestructura de fibra óptica.

Facebook nunca será perfecto, pues es un reflejo de todas las personas que lo nutrimos, por eso es fácil que nuestra experiencia personal y nuestros prejuicios sesguen el análisis.

<sup>5</sup> Al igual que Pat Dorsey, gestor al que admiramos, y cuya gestora mantiene Facebook como principal posición (25%)



Una de las recompras de mayor relevancia del semestre fue la de **Berkshire Hathaway**. Si Warren Buffett cree que su propio holding está **muy infravalorado** y compra acciones propias, conviene darle valor a esa importante señal. Estamos de acuerdo con él, y creemos que es una **empresa resiliente**, con la **cultura adecuada** para crear valor durante décadas, y las decisiones lo suficientemente **descentralizadas** en personas honestas e inteligentes como para permitir una natural transición sin problemas. Además, lo que muchos inversores han pasado por alto es la recompra de **Berkshire Hathaway Energy**, también relevante.

El resto de las empresas en cartera que han recomprado acciones en el semestre son: Brookfield (en especial acciones de su filial inmobiliaria), **DowDupont**, **Exor**, **S&P Global**, **Starbucks**, **LVMH**, **Howard Hughes**, **Sandstorm Gold** (algo muy poco común en la industria) y Tencent Holdings (**Naspers**) y **XPO Logistics**. En total, la mitad de nuestras empresas.



Acciones en circulación de Texas Pacific Land

También son relevantes las compras de los directivos en empresas como: **Howard Hughes**, **Berkshire Hathaway**, **Abitibi Royalties**, **DowDupont**, **Brookfield Asset**, **Texas Pacific Land** y **Brookfield Property**.

De todas las recompras, la más agresiva es la de **XPO Logistics**. La acción ha llegado a caer desde los \$114 hasta los \$44. En 2015, en la sociedad familiar, ya soportamos una caída de más del 50% en XPO Logistics. La empresa anunció una **recompra de \$1.000 millones** en diciembre, que agotó en febrero, y una segunda **adicional de \$1.500 millones**. En total, el **46%** de la capitalización actual.

**La tesis a largo plazo de XPO continúa intacta.** Bradley Jacobs es un excelente asignador de capital capaz de descubrir con perspicacia buenas oportunidades de adquisición y hacer el trabajo duro de integración. Después de consolidar varios sectores, **reinvirtió su fortuna en XPO** para aprovechar la consolidación de uno de los mercados más grandes y fragmentados que existen, la logística. Tras haber multiplicado la facturación x100 desde 2011, la empresa aún supone un **1,5% de cuota** de mercado. El aumento del **comercio online**, la internalización de las empresas, y la tendencia a la **subcontratación de la logística** siguen siendo claros viento de cola.

¿Qué ha ocurrido este semestre? XPO tenía acostumbrados a los analistas a ser una **historia de rápido crecimiento basada en fusiones y adquisiciones, y a nunca decepcionar** con sus resultados y previsiones. Al principio esto fue relativamente sencillo gracias a su modelo "asset-light" en el sector de "Freight Brokerage" o 3PL. La idea es sencilla: las miles de



pequeñas empresas de 2-10 camiones necesitan que sus camiones estén **el máximo tiempo posible moviéndose con la máxima carga posible** para tener buenos márgenes, y las empresas necesitan **servicios de logística fiables, flexibles y baratos**. XPO hace de **intermediario agregando oferta y demanda** para hacer el proceso más eficiente, sin siquiera necesitar ser dueño de los camiones. Con el tiempo se dieron cuenta de que, para dar un servicio más completo y “todo en uno”, necesitaban tener una **proporción adecuada de activos propios**, así que compraron empresas como la Norbert Dentressangle o Conway. También son especialistas en **envíos al cliente final de bienes pesados**, como una nevera o una lavadora comprada por internet, la gestión de centros de logística con la última tecnología, o soluciones complejas y especializadas como la logística del **Tour de Francia**. Tras años de adquisiciones y crecimiento, hace dos años se centraron en digerir e integrar adecuadamente todos sus activos, y reducir el nivel de deuda. La contabilidad quedaba empañada por el proceso de crecimiento, pero los frutos empezaban a llegar.

Es aquí cuando **un fondo publicó un informe** atacando a la empresa, informe que estudiamos en profundidad y que aún se puede descargar (aunque a los pocos días corrigieron cosas)<sup>6</sup>. Hay que reconocer que la estrategia del fondo en cuanto al momento del



ataque y la estructuración engañosa de información fue inteligente, pero **ningún punto se sostiene**. Encontramos incluso errores de aritmética y conceptuales en las diapositivas, doble contabilización de deudas, y afirmaciones simplemente falsas. Se argumenta que la empresa no tiene capacidad de generación de flujo de caja libre, cuando **ha generado más \$1.000 millones** en los últimos dos años, al tiempo que **se ha reducido la deuda neta** de 5.5x EBITDA a 2.6x; o que la empresa se sostiene a base de vender activos, cuando **no ha habido ventas desde 2016**.

Lo cierto es que la estrategia de Jacobs no puede estar siendo mejor para la creación de valor a largo plazo: se aprovechó de las **ampliaciones de capital cuando la acción estaba alta**, de la **deuda barata** cuando la necesitaba, y ahora de **recomprar todas esas acciones a mitad de precio**. Sin embargo esto requiere valentía, y los cambios de estrategia no suelen gustar a Wall Street. Él, simplemente, hace lo que más sentido tiene en cada momento. Ya sabemos cuál está siendo la siguiente gran adquisición de XPO, **la propia XPO**, que es donde ahora está el valor.

---

<sup>6</sup> <https://www.sprucepointcap.com/xpo-logistics-inc/>



Por otro lado, en la última presentación se resultados se comentó la **pérdida de \$600 millones** de facturación de uno de sus principales clientes (que no puede ser otro que **Amazon**). Los otros \$300 millones están protegidos por contratos a largo plazo. El negocio consistía principalmente en la “**inyección postal**”, o el transporte de envíos desde los centros de logística al sistema de distribución de los servicios postales americanos (como Correos en España). Es posible que el cambio se deba al aumento de las tarifas, probablemente alentado por Trump, haciendo que Amazon prefiera internalizar la logística.

Sin embargo, el momento del anuncio (justo antes de navidad) parece hecho **a mala fe**, y nos hace pensar que se trata de una pequeña venganza por la contratación hace un año de **Ken Wagers** como nuevo jefe de operaciones de XPO, anteriormente un valioso ejecutivo de Amazon y recientemente despedido ante el cambio de estrategia de la empresa.

En cualquier caso, es cuestión de pocos meses el que los activos anteriormente utilizados por Amazon **se reasignen a otros clientes** de XPO, y **la concentración de clientes** continúa siendo baja. Amazon era el mayor cliente con un 5% de las ventas, pero los siguientes pesan significativamente menos a pesar de ser empresas de primera línea (BASF, Danone, Costco, Ikea, L’Oreal, Zara). **Es una oportunidad muy clara cara al futuro** para el inversor paciente.

- **Reducción de comisiones:**

Tal y como anunciamos en la última carta, y al ver que el patrimonio bajo gestión se aproximaba a los 3M€ a pesar de las caídas, solicitamos a Renta 4 la reducción en la comisión de gestión, que **desde el 1 de febrero de 2019 ha bajado del 2% anterior al 1,75% anual**<sup>7</sup>. El siguiente compromiso es el de bajar la comisión de gestión un escalón más, hasta el **1,5% anual** al alcanzar el patrimonio el rango de los 12-15M€.

Obviamente deseamos que el patrimonio siga creciendo para continuar reduciendo las comisiones, pero al mismo tiempo no queremos crecer a toda costa ni atraer al perfil equivocado de inversores. Además, hay varios aspectos que convierten a Numantia un **fondo poco comercial**, por ejemplo:

- Comprar acciones a primera vista **polémicas o ideas poco obvias** que requieren alejarse de nuestras experiencias personales y sesgos, y del pensamiento simplista y superficial en favor del profundo y complejo. Algunas no quedarán bien en la lista de nombres de la cartera, pero invertiremos en ellas si creemos que es lo más correcto.

---

<sup>7</sup> Hecho relevante de la CNMV, código de registro: 1857: <https://www.cnmv.es/portal/HR/verDoc.axd?t={d31a0dc8-bd51-467f-b95c-f2ac6d2f4d12}>



- Comprar empresas que requieren una **elevada dosis de paciencia** para fructificar, como Naspers, Howard Hughes, Texas Pacific, ODET, Abitibi, JD.com o Fairfax India.
- **No tener comisión de éxito**, aunque personalmente como asesor me interesaría más, y el TER (Total Expense Ratio) del fondo parecería artificialmente más bajo. Por ejemplo: comisión del 1,20% fija +9% éxito, en la mayoría de webs aparecería un TER de 1,30% o similar, y es en lo que se fijarían los inversores, cuando en realidad en un año de buena rentabilidad la comisión total que soporta el partícipe puede superar el 3%, y a la larga resultar más caro.
- **No hacer cartas mensuales**, ni siquiera trimestrales, cuando sabemos que a los inversores impacientes les tranquiliza la información más frecuente, sobre todo en los peores momentos. Las cartas son semestrales porque es lo lógico, aunque no sea lo más comercial, y puede que con el paso de los años sean anuales.
- **La rotación**, un tema polémico que aclaramos en la tercera carta. El fondo atraería a muchos inversores tratando de optimizar esa estadística y otras como la volatilidad, pero no creemos que sea lo correcto, así que aunque muchos inversores no profundizarán más tras ver el dato de rotación (que a veces será alta y a veces muy baja) y descartarán el fondo sin leer las cartas, nosotros seguiremos explicando en detalle los motivos de los cambios que realicemos.
- **Ser un fondo de autor.**
- **No hacer publicidad abierta ni tener asesores o comerciales**, obviamente al no ser EAFI ni gestora. Lo que hago personalmente es compartir mis opiniones en Twitter y Rankia, dar conferencias sobre inversión en Value School, escribir estas cartas, y tener reuniones de tú a tú en Madrid o Santander con los nuevos inversores que desean conocerme a mí y a la filosofía de primera mano. No hay captación activa.
- **No mostrar un precio objetivo** del fondo, porcentaje de revaloración esperado, o indicadores agregados (PER, ROCE, etc). Desde un punto de vista de creación dinámica de valor tiene sentido hablar de rangos de rentabilidades esperadas, y dar explicaciones empresa por empresa. Agregar la contabilidad de todas ellas es incorrecto y estéril.



No es por fustigarnos ni por falta de ambición sino por nuestro estilo y valores. A pesar de todo esto, creemos que el patrimonio irá creciendo de forma paulatina con ahorradores que comulguen con la filosofía.

- **Resumen de la filosofía:**

Numantia Patrimonio Global invierte en buenas empresas a nivel global 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 que podamos entender y sean más valiosas año tras año, cuyo futuro sea **predecible, con gestores/dueños inteligentes e incentivados con 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 e interés **tendrá más posibilidades de conseguir lo que se propone** y por tanto el futuro de su empresa será más brillante.

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**.

- **El estudio dinámico de las ventajas competitivas:**

En nuestra última carta explicamos por qué **nos centramos en las empresas de calidad**, y la importancia de la paciencia y la visión a largo plazo. ¿Qué es largo plazo? Es simplemente un plazo empresarial, en el que la evolución de la inversión se debe mayoritariamente al **progreso de los proyectos empresariales** de una compañía **y no al cambio en las expectativas** de los inversores. Eso es largo plazo, y esa es la diferencia entre invertir y especular. Además, ese enfoque es el que nos permite aprovechar nuestra paciencia y nuestros análisis cualitativos, pues se centran en **aspectos que importan y se revelan en el largo plazo**, no trimestre a trimestre.

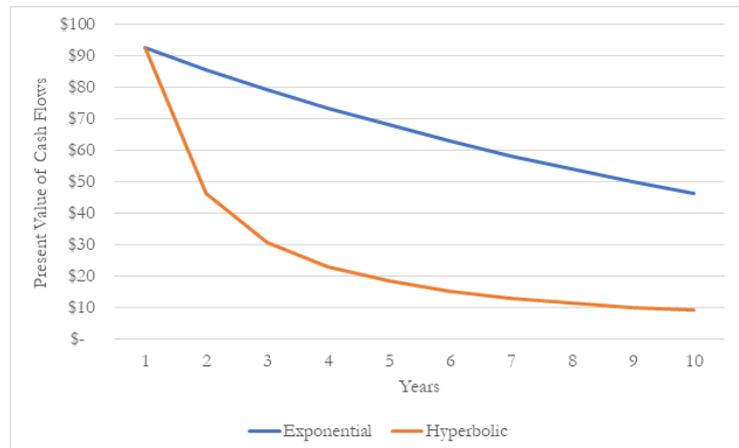
Nos aprovechamos del llamado **“descuento hiperbólico”**, que es la razón de que las empresas de calidad, aunque siempre parezcan caras, en realidad la mayoría del tiempo estén baratas<sup>8</sup>.

---

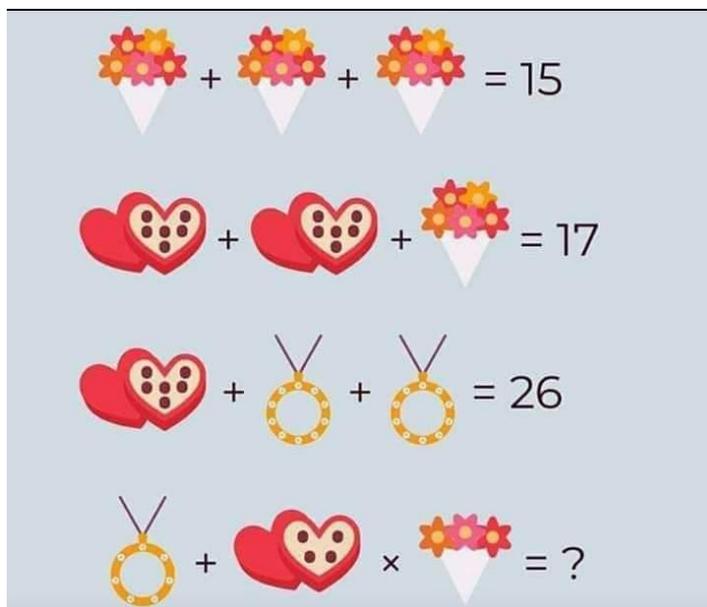
<sup>8</sup> “To me, it appears that exceptional companies with durable competitive advantages are in fact cheap almost all the time.” Nick Train.



Este descuento se intensifica cuando el mercado cae presa del pánico. Sabemos que las personas buscamos gratificación instantánea y por eso el ahorro y la inversión rentan, pero ante noticias negativas los inversores siguen reaccionando en exceso, y **sus horizontes temporales se estrechan** enormemente. Cuando antes estaban dispuestos a esperar 5 años para recoger los frutos de una inversión, durante el pánico **las pérdidas se vuelven muy dolorosas y muy presentes, haciendo que vender nos libere del dolor**. Por eso surgen las oportunidades para el largo plazo, pues ante los mismos flujos futuros de las empresas, los inversores nos los ofrecen **con mayor descuento**, haciendo caer el precio.



El estudio cualitativo de los negocios requiere además de **pensamiento profundo y complejo**, o de segundo nivel, en vez del superficial y simplista; de ahí que las ideas



**parezcan poco obvias**, y la estrategia aparente ser “contrarian”. Muchos sesgos evitan que continuemos profundizando en una idea tras obtener las primeras conclusiones. Como ejemplo ilustrativo vean el **siguiente dibujo a la izquierda** e intenten resolverlo<sup>9</sup> con atención al detalle. Mucha atención al detalle. Verán que tienen que revisarlo varias veces.

Pero no todo es color de rosa, pues la inversión en empresas de calidad **no está exenta de peligros**. Además de pagar demasiado por una empresa o

enamorarnos de ella, el gran peligro es **no analizar la ventaja competitiva de forma dinámica**.

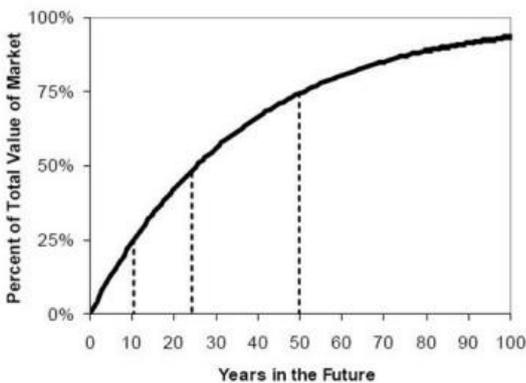
Solemos centrarnos en **empresas con ventajas establecidas que ya no pueden crecer más**, y que ya están **cosechando los frutos** de sus inversiones pasadas. La contabilidad suele estar más clara, **los beneficios presentes son altos**, y los pagos vía dividendos también. Son las llamadas empresas “**sustitutas de bonos**”, algo muy peligroso en un mercado de tipos de interés ultrabajos e inversores desesperados por encontrar alternativas a la renta fija.

<sup>9</sup> La respuesta correcta es 19, fíjense bien en los dibujos y en los signos:  $7 + 4 \times 3 = 19$



Además, en estos casos no podemos aprovecharnos de igual forma de nuestra paciencia, pues ya se está “ordeñando la vaca” hoy. Pero no, las empresas maduras no son bonos<sup>10</sup>, y esconden dos riesgos en este mundo de disrupción tecnológica: **una ventaja menguante, y/o ausencia de crecimiento**. Muchos inversores centrados en la calidad como Pat Dorsey, Chuck Akre, Terry Smith o Warren Buffett dan una especial importancia al crecimiento futuro, las perspectivas a largo plazo o las oportunidades de reinversión. Podemos observar este riesgo estudiando el llamado “valor terminal”:

Accumulation of Stock Market Value



**Todo el valor de una empresa procede del futuro**, y por tanto hay que estimar dicho futuro con hipótesis razonables. Al realizar un descuento de flujos de caja, rápidamente nos percatamos que cerca del **70%** del valor de nuestra empresa proviene del llamado “**valor terminal**”, o el valor de los flujos de dentro de 10 años en adelante, **fuertemente dependientes del crecimiento futuro y la fortaleza de la ventaja competitiva**. Este hecho no nos exime de trabajar en las estimaciones de los próximos 5-10 años, pues el

valor terminal es **muy sensible a estos inputs**, como resume muy bien Aswath Damodaran<sup>11</sup>.

Si pagamos un precio justo por una empresa que creemos que podrá crecer un 5% anual a partir del año 10, y finalmente la empresa crece un 1%, **aunque parezca poca diferencia, la pérdida de valor es del 50%**. Y no es una pérdida pasajera o irracional, **es una pérdida real y permanente** de capital.<sup>12</sup>

Growth Rate	Req'd Cash Yield	"Fair" FCF* Multiple	"Permanent" Loss
5%	4%	25.0	0%
4%	5%	20.0	-20%
3%	6%	16.7	-33%
2%	7%	14.3	-43%
1%	8%	12.5	-50%

Source: Ensemble Capital Management, \*Free Cash Flow

Es el riesgo de las empresas de bajo crecimiento.

Por otro lado, es más importante que las ventajas competitivas o fosos defensivos **se estén ensanchando o estrechando**, a que sean más o menos profundos. Por eso es interesante fijarse en **fosos defensivos crecientes o emergentes**, con capacidades de reinversión, además de en los ya establecidos, pues en esos casos es posible crear mucho valor, y también prestar atención a aquellos que están desapareciendo.

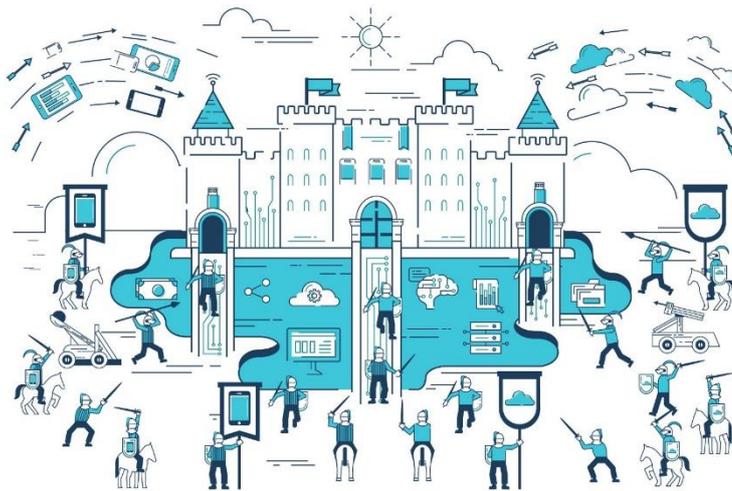
<sup>10</sup> <https://www.gurufocus.com/news/829213/mature-company-stocks-are-not-bonds>

<sup>11</sup> <https://www.youtube.com/watch?v=3T5sAeswybo>

<sup>12</sup> <https://intrinsicinvesting.com/2019/02/22/the-risk-of-low-growth-stocks/>



¿Por qué es importante, por ejemplo, interesarse por las empresas disruptoras de hoy en día?

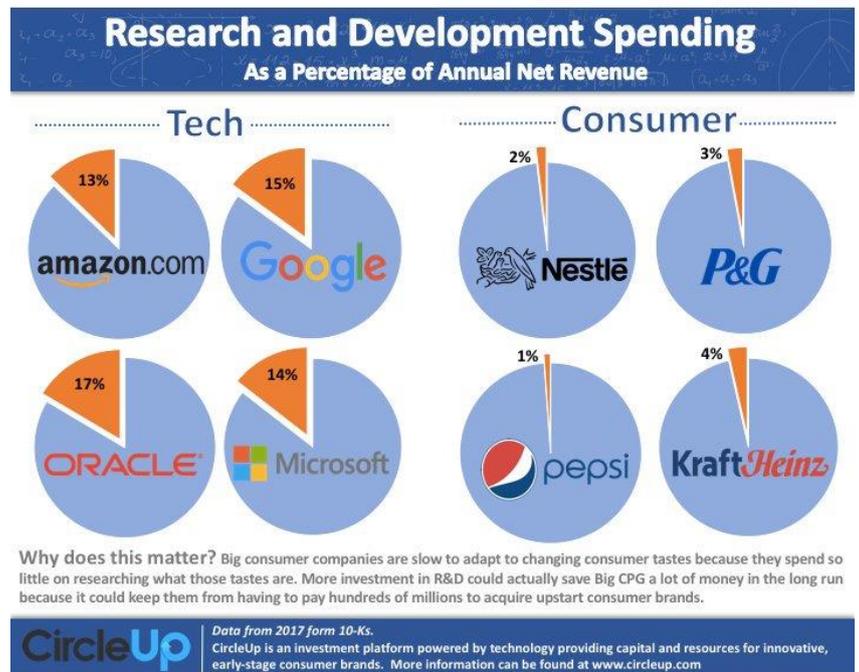


- Porque pueden estar surgiendo en ellas ventajas competitivas (emerging moats).
- Porque pueden convertir empresas que creías baratas en trampas de valor.
- Porque pueden dejar obsoletas ventajas que creías duraderas.

Artículo recomendado a este respecto: "The new Moats"<sup>13</sup>

Un ejemplo reciente y claro serían las **empresas de consumo defensivo como Kraft Heinz o Dean Foods**. El sector de alimentos empaquetados era una fuente de ideas defensivas y dividendos estables. Ahora la ventaja se estrecha y se cancelan o recortan dividendos. Cambios en las preferencias del consumidor, acceso barato y segmentado a los clientes a través de la **publicidad online**, facilidad para subcontratar la logística, o el aumento del **poder de negociación de los supermercados** y sus marcas blancas, son algunos de los motivos.

Además, la ausencia de competencia durante años ha **adormecido su innovación y capacidad de adaptación**. Sólo se han centrado en cosechar, sin plantar semillas, que es lo que nosotros buscamos. ¿Por qué la contabilidad de muchas empresas "tecnológicas" es aparentemente peor? Porque gran parte de su flujo de caja se usa para crecer e innovar. Una perspectiva útil a este respecto es el enfoque de crecimiento de los 3 horizontes.<sup>14</sup> La



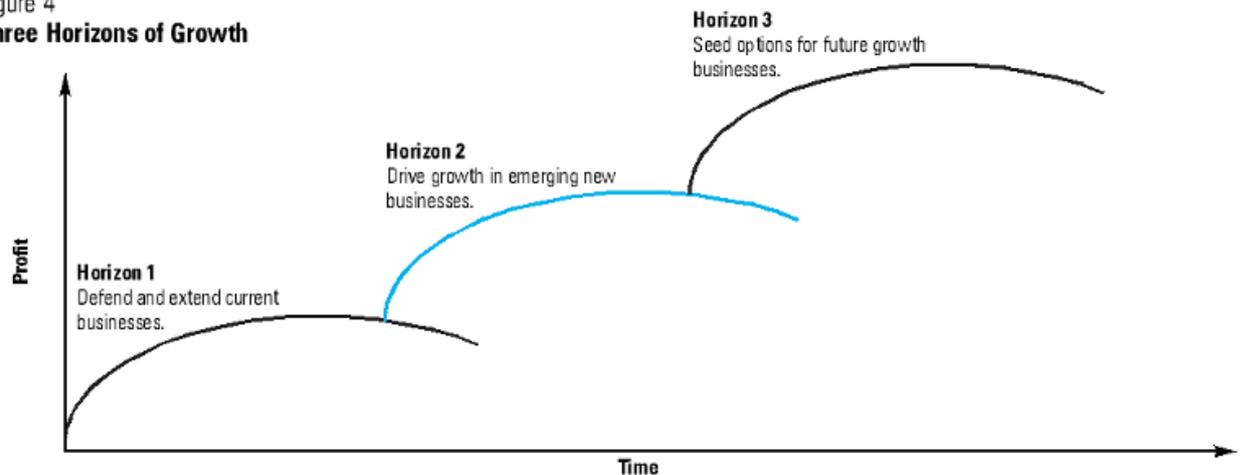
<sup>13</sup> <https://news.greyllock.com/the-new-moats-53f61aeac2d9>

<sup>14</sup> <http://investmentmoats.com/uncategorized/mckinseys-three-horizons-of-growth-business-framework-explained/>



estrategia de una empresa para asegurar su futuro se debe basar en defender y extender los negocios actuales, hacer crecer los nuevos negocios emergentes, y plantar semillas en otros negocios que pueden cambiarlo todo en el futuro, **tal y como hace Amazon, que es un gran semillero** expuesto a la opcionalidad del futuro.

Figure 4  
Three Horizons of Growth



Source: McKinsey & Company Growth Initiative

- Cartera actual y movimientos del semestre:

<b>Brookfield</b>	BROOKFIELD ASSET MANAGEMENT INC	8,0%		PHILIP MORRIS	2,6%
	FACEBOOK INC	7,2%		WALT DISNEY CO	2,6%
	JD.com (Acciones + opciones)	7,1%		PARTNERS VALUE INVESTMENTS	2,5%
	NASPERS	5,5%		EXOR NV	2,3%
	Tencent	5,5%		STARBUCKS	2,0%
	BERKSHIRE HATHAWAY B	4,7%		DOWDUPONT	1,9%
	HOWARD HUGHES	4,3%		LVMH	1,7%
	BAYER AG	3,9%		LANXESS	1,6%
	XPO LOGISTICS INC	3,8%		EUROFINS SCIENTIFIC	1,6%
	AMAZON.COM INC.	3,8%		TESLA	1,6%
	MARKEL	3,8%		LIFCO AB	1,5%
	FINANCIERE DE L'ODET	3,5%		ABITIBI ROYALTIES	1,1%
	SANDSTORM GOLD	3,2%		CEMENTOS MOLINS	0,8%
	S&P GLOBAL	3,0%		SINA CORP	0,8%
	FAIRFAX INDIA HOLDINGS	2,9%		Opciones BPY	1,1%
	RYMAN HEALTHCARE	2,8%		Efectivo	3,7%
	TEXAS PACIFIC LAND TRUST	2,7%			



En momentos de caídas en empresas en las que tenemos gran convicción, por la lógica del proceso de inversión, **lo natural es que la concentración del fondo aumente**, bien reduciéndose el número de empresas o **aumentando el peso** de las posiciones.

En agosto de 2018 las 10 principales posiciones pesaban un **49%**. Dicha concentración aumentó al **55%** a 31/12/2018, y se mantiene actualmente en el **52%**. Justo como cabe esperar.

Los movimientos han sido reducidos en el semestre, **manteniendo 26 de las 30** empresas que componían la cartera en agosto<sup>15</sup>. Si empresas que consideramos seguras y en las que tenemos una gran convicción caen de precio, **la rentabilidad esperada aumenta**, y aprovechamos para invertir más. **Ante esa oportunidad**, nuestra valoración de otras empresas en cartera cae, pues depende de las alternativas que tengamos, y aprovechamos para vender. En definitiva, si empresas de gran certidumbre caen a precios que nos ofrecen una rentabilidad atractiva, eliminamos ideas de similar rentabilidad esperada pero menor calidad:

- Aumento de la calidad de la cartera: **Venta de Coty, Crown Holdings, Porsche y Arca Continental** para comprar empresas en cartera, **LVMH y Philip Morris**.
- Semillas de opcionalidad: Al robustecer el 95% de la cartera, disponemos de margen para incorporar ideas que aumentan la opcionalidad, incorporando acciones de **Tesla** y opciones de compra de **Brookfield Property**. Aunque sabemos que puede ser polémico, creemos que es lo correcto, y haremos un especial énfasis en la explicación detallada de la inversión de Tesla en la próxima carta, aunque suponga una posición pequeña.

Muchas de nuestras ventas pasadas creemos que han sido aciertos, como pueden ser: Linamar, L Brands, Imperial Brands, Smart Metering Systems, CIE o Taubman Centers. Otras empresas que vendimos han seguido aumentando de valor debido a su gran calidad, e incluso se encuentran en máximos, como pueden ser: Danaher, American Tower, Givaudan, Constellation Software, Nestlé o Tractor Supply.

Seguimos defendiendo la utilidad de las cartas como **registro de opiniones pasadas para ser honestos con nuestros errores**. En este semestre, y aunque aún puede dar alegrías a sus inversores en el futuro, un posible error es la inversión en **Coty**. La tesis era clara: un dueño claro con visión a largo plazo, un proceso de restructuración que requería paciencia, y un mercado atractivo y creciente para una empresa que podría llegar a competir contra gigantes como Estée Lauder o L'Oréal. El problema principal es que **los dueños no son los gestores a pie de obra**, y la restructuración **está llevando más de lo esperado**, algo peligroso ante su **elevada deuda** y ante marcas de menor calidad frente a la competencia.

---

<sup>15</sup> Contabilizamos Brookfield y Partners Value Investments como una misma exposición.



En las últimas presentaciones de resultados, las **excusas** ante los problemas logísticos y de integración nos parecieron **inaceptables**. Los dueños han tenido que **cambiar de CEO** y la composición del consejo en varias ocasiones.

Por su parte, a la lista de **errores de omisión** de estos años podemos incluir: Costco, Dassault Systemes, Waste Connections, TransDigm, Vail Resorts, Halma o Adobe. Muchas han estado en la lista de la compra durante años, hemos ido ganando convicción, y puede que aparezcan en cartera en el futuro. Al menos, su constante creación de valor nos indica que **pescamos en los ríos correctos**, aunque no sea consuelo por el coste de oportunidad.

Muchas veces, la explicación en detalle de tesis de inversión que suponen un porcentaje pequeño de Numantia pueden desviar nuestra atención de la **evolución de las principales**

**posiciones**. Ya que **Brookfield** es la mayor de ellas, creo que es conveniente dedicar tiempo a entenderla mejor.



En las últimas presentaciones de resultados, los gestores creen que la acción se encuentra infravalorada en un 25%, y que en 5 años el valor puede alcanzar los \$118 por acción, lo que supondría una rentabilidad del 24% anual. Nuestros cálculos son más conservadores, pero suponen una rentabilidad esperada del 20%, algo fuera de lo común para una empresa

de tanta calidad. En 10 años serían capaces de generar el efectivo suficiente para recomprar todas las acciones en circulación, pero nosotros no venderemos las nuestras.

Como hemos explicado en otras ocasiones, **la escala y alcance** de la empresa son fuertes ventajas en su sector, así como su **cultura de paciencia y conservadurismo**, pero un aspecto importante y poco reconocido es su **excelencia operacional**. Cuando compran un activo es porque conocen en detalle el negocio y **tienen a las personas idóneas para operarlo** a nivel empresarial. Es decir, no se trata sólo de operaciones financieras.

Un ejemplo reciente es el caso de **GrafTech International**. Cuando Brookfield invirtió en la empresa en 2015, generaba \$45 millones de EBITDA y facturaba \$530 millones. En 2018, la empresa generó \$1.200 millones de EBITDA y facturó **\$1.800 millones**. Tras su reciente salida a bolsa, la inversión inicial de \$855 millones **se ha multiplicado por 9** en 4 años.

¿Cómo lo han conseguido? GrafTech produce **electrodos de grafito**, un componente clave en el sector del acero, pero la débil demanda mantenía a la empresa en **pérdidas** trimestre tras trimestre. Durante su estudio, Brookfield identificó oportunidades tanto a nivel de



estrategia como de **mejoras productivas**. Tras la adquisición, nombraron a Jeff Dutton CEO y le ayudaron a **vender activos periféricos** que distraían a la compañía de su negocio principal. En 2017 el mercado comenzó a recuperarse, mientras las mejoras operativas permitieron ahorrar **\$100 millones anuales en costes**, fortaleciendo la posición de la empresa cara al futuro. Estas mejoras incluyeron: reducir el número de fábricas de 6 a 3, **umentando al mismo tiempo la producción por fábrica** de 34.000 toneladas en 2015 a 67.000 toneladas en 2018, optimización de todo el proceso productivo desde la materia prima, reduciendo la plantilla.

La integración vertical de GrafTech tras la compra de **Seadrift Coke** era una gran ventaja que Brookfield aprovechó para conseguir **contratos a largo plazo** por valor de más de \$6.000 millones a más del doble del precio normal por electrodo. En paralelo, **reestructuraron su deuda** y listaron la empresa en la bolsa de Nueva York. Este es el nivel de experiencia y perspicacia empresarial que podemos esperar de Brookfield y del que carecen otras empresas que sólo gestionan activos a nivel financiero y no operacional.



Otro uso inteligente de su capital en el semestre, además de la **compra de acciones de Brookfield Property Partners**, ha sido la compra de **Oaktree Capital**, la gestora del famoso inversor en valor **Howard Marks**, que ahora formará parte del consejo de Brookfield. Desde hacía varios años, Brookfield quería hacer crecer su segmento de crédito, y gracias a esta adquisición se han ahorrado 15 años de desarrollo, han adquirido talento de una empresa con una cultura similar, y acceso a un mayor número de potenciales clientes. En conjunto, **los activos bajo gestión alcanzarán los \$475 billions**, acercándose a los \$500 mucho antes de lo que pensábamos. Tras alcanzar los \$30 billions bajo gestión en 2005, le preguntaron a Bruce Flatt si su nuevo objetivo eran los 50, a lo que respondió: **¿Qué tal 500?**

- **Preguntas y respuestas:**

- **¿En caso de quiebra del banco o gestora que gestiona el fondo, las deudas contraídas por los mismos afectan al fondo? Si emérito no sigue por cualquier causa, o cese, ¿qué relevo de garantía existe?**

Los fondos de inversión están fuera del balance del banco o gestora, así que no se pierde el capital porque la entidad quiebre. No somos dueños de deudas del banco como ocurre en un depósito, somos dueños de participaciones de una Institución de Inversión Colectiva, y esta a su vez de acciones o bonos de empresas. En un caso extremo puede ocurrir que se tarde unas semanas o meses en poder realizar una retirada por temas judiciales hasta que



una nueva gestora se haga cargo, así que puede existir un escenario remoto de iliquidez pasajera, pero no perdemos la propiedad, ni afecta al valor del fondo.

Como es un fondo de autor, existe lógicamente el riesgo de que a mí me pase algo y no pueda seguir asesorando el vehículo. Es uno de los motivos por los que apenas tenemos acciones poco líquidas. Si cualquier evento provoca una avalancha de traspasos o retiradas de partícipes, el fondo puede vender prácticamente todas sus posiciones en un sólo día sin afectar a los precios, de manera que no afectaría al valor liquidativo.

- **Estoy suscrito al fondo y voy haciendo aportaciones periódicas, está bien diversificado en sectores diferentes, pero querría preguntarte si se podría optimizar el fondo teniendo en cuenta más parámetros, invirtiendo para ello en bonos, efectivo, oro, tierras, arte o inversiones en capital privado, así como capital emprendedor, recursos naturales, tecnología, etc.**

Te entiendo, pero no creo que sea adecuado ese tipo de "diversificación". El fondo también puede invertir en renta fija, pero actualmente consideramos que en general está muy sobrevalorada, en especial teniendo en cuenta la buena selección de empresas para el largo plazo que tenemos como alternativa, así que no sería correcto para nuestro patrimonio comprar renta fija europea en nombre de la diversificación o con el afán de optimizar correlaciones. No es el camino.

Sí que hay diversificación geográfica y sectorial, pero tampoco es algo buscado ni hay un objetivo, sólo es el resultado actual de la aplicación del proceso de búsqueda, análisis, valoración y revisión. En cuanto a los tipos de activos que comentas, sí que existe exposición a ellos; por ejemplo, estamos expuestos a la subida del precio del oro con un 5% del fondo en empresas de Royalties, que creo que es una solución más inteligente y elegante; por otro lado, con empresas como Brookfield tenemos diversificación inmediata en activos como Inmuebles de calidad por todo el mundo, infraestructuras, bosques madereros o private equity, todo ello es una sola acción, que es nuestra principal posición.

En general preferimos estar invertidos sólo en las empresas que conocemos bien, en las que hemos ido ganando convicción, y que creemos que su valoración es atractiva. No por añadir la empresa nº 31 en vez de comprar más de la nº1 se va a reducir el riesgo, puede ocurrir al contrario.

En lo que sí hay una diversificación deliberada es en las fuentes de ventajas competitivas y en las tesis de mega tendencias subyacentes. Es decir, nos gusta tener empresas de marcas de lujo, con ventaja en costes, con switching costs, una cultura única, o con efectos red, para tener distintas fuentes de ventajas duraderas, y también varias tendencias claras para el largo plazo, como el envejecimiento de la población, el crecimiento de las ciudades y las infraestructuras, la adaptación de la computación en la nube, la publicidad online, etc.



- **Eventos destacados del semestre:**

- Visita a **Valentum**: Los gestores Luis de Blas y Jesús Domínguez me recibieron con gran amabilidad en su oficina, donde debatimos algunas ideas de inversión. Les agradezco mucho su honestidad, en ocasiones escasa en este mundo, y sus recomendaciones. Inteligentes, sensatos y cercanos. Coincidimos con ellos en la inversión en Facebook.
- Visita a **Buy & Hold**: Este semestre también pude conocer a Rafael Valera y Julián Pascual, a quienes agradezco que me dedicaran un poco de su tiempo. La coincidencia de nuestras carteras es superior, sobre todo desde que han incluido Brookfield y Amazon. Sorprende su capacidad para defender sus tesis con convicción, y al mismo tiempo escuchar críticas, aprender sobre nuevos modelos de negocio, o cambiar de opinión. Desde su vasta experiencia y conocimiento de empresas más industriales, estudian con curiosidad las empresas “tecnológicas” sin sesgos para ampliar su círculo de competencia. Espero poder seguir intercambiando ideas con ellos.
- Visita a **Horos**: Javier Ruiz y Miguel Rodríguez me recibieron en su nueva oficina, y pudimos debatir sobre empresas en común como **Naspers**, sobre Alphabet, o sobre los desafíos del sector del automóvil. Les agradezco mucho su cercanía, es un privilegio contar con gestores así en España. Recomiendo ver su explicación de la tesis de Tencent (Naspers) con la que estamos 100% de acuerdo. Reconocen la importancia de entender las nuevas empresas disruptoras.<sup>16</sup>
- Participación en el vídeo “**Grandes Inversores de la Historia: Jim Rogers - Value School**”, que recomiendo encarecidamente y que ya acumula casi 46.000 visitas:



<sup>16</sup> <https://www.youtube.com/watch?v=R5O14jVax0g&vl=es-419> Valoración de empresas con Javier Ruiz – Value School.



[https://www.youtube.com/watch?v=ukYjz4in\\_oE](https://www.youtube.com/watch?v=ukYjz4in_oE)

- Vídeo **Perfiles Value School: Emérito Quintana**: pequeño vídeo con preguntas y respuestas para que me podáis conocer un poco mejor:

<https://www.youtube.com/watch?v=O8o-ESM1KUQ&t=1s>

- Podcast “Píldoras de conocimiento: Invirtiendo en calidad”:



<https://www.youtube.com/watch?v=EMnaeABRg6A>

- **Rumorología**: al estilo de Philip Fisher, al investigar las empresas nos gusta hablar con clientes, empleados, proveedores o competidores si creemos que nos aportará información relevante. Este semestre lo más relevante ha sido una conversación con un ingeniero de **Ansys**, aunque aún no estamos convencidos de la sostenibilidad de las ventajas de su plataforma de software multi-físicas, y también las conversaciones con expertos del sector de las corredurías de seguros, que posee ventajas y peculiaridades muy interesantes.

- **Anexo sobre valoración de empresas:**

En ocasiones nos preguntan por cómo se puede plasmar visualmente nuestro enfoque de valoración a través de rangos dinámicos. Deseamos tener **una cartera que combine la robustez con la opcionalidad**. La gran mayoría de la cartera está compuesta por acciones de empresas de gran calidad que crean valor de forma sostenida, pues creemos que es lo más conservador a largo plazo: Brookfield, Berkshire, Bayer, Howard Hughes, Markel, Disney, Starbucks, Louis Vuitton, etc. Nos permite aprovechar nuestra paciencia y conseguir una rentabilidad atractiva con bastante seguridad, aunque no sea estratosférica.

Por otro lado, intentamos **estar expuestos de forma barata a un universo de eventos con el potencial de ser muy positivos, aunque sean improbables**. Esa es la opcionalidad. En la mayoría de los casos esas opciones están **embebidas en las propias empresas**: El universo de posibles adquisiciones futuras de XPO, la monetización de WhatsApp e Instagram, las onzas de oro que se descubren en los terrenos sin explorar afectados por nuestros royalties, las inversiones de Amazon y Facebook en nuevas tecnologías para el futuro, o las hectáreas de terreno inmobiliario sin desarrollar de Howard Hughes. Intentamos estar expuestos a



ello de forma barata, es decir, que esas posibilidades no estén incluidas en los precios, para que así, si fructifican, se plasmen en el futuro en alegrías extra.

Reservamos también un 1% del fondo para situaciones en las que detectamos una gran asimetría en empresas que entendemos bien y que podemos aprovechar mejor a través de la compra de opciones baratas con el mayor vencimiento posible, para limitar el factor tiempo. Por ejemplo, el caso reciente de Brookfield Property.

Como ejemplo, usemos **Brookfield Asset Management**:



Vemos cómo la empresa cotiza con descuento respecto al rango de posibles valores, que es estrecho gracias a su certidumbre, y que va creciendo a buen ritmo. La opcionalidad nos permite estar expuestos a una cola de posibles valores aún más positivos.

**Seguimos trabajando, con energía e ilusión.**

**GRACIAS,**



**Numantia**  
Patrimonio Global



**Contacto:**

[info@numantiapatrimonio.com](mailto:info@numantiapatrimonio.com)

[@foso\\_defensivo](https://www.instagram.com/foso_defensivo)