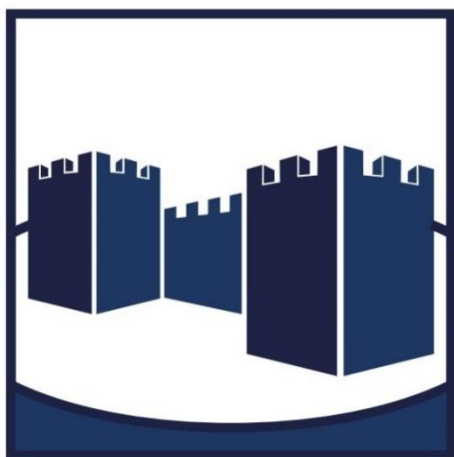




CARTA ANUAL 2020



Numantia

Patrimonio Global

“We invest in people.”

Ron Baron



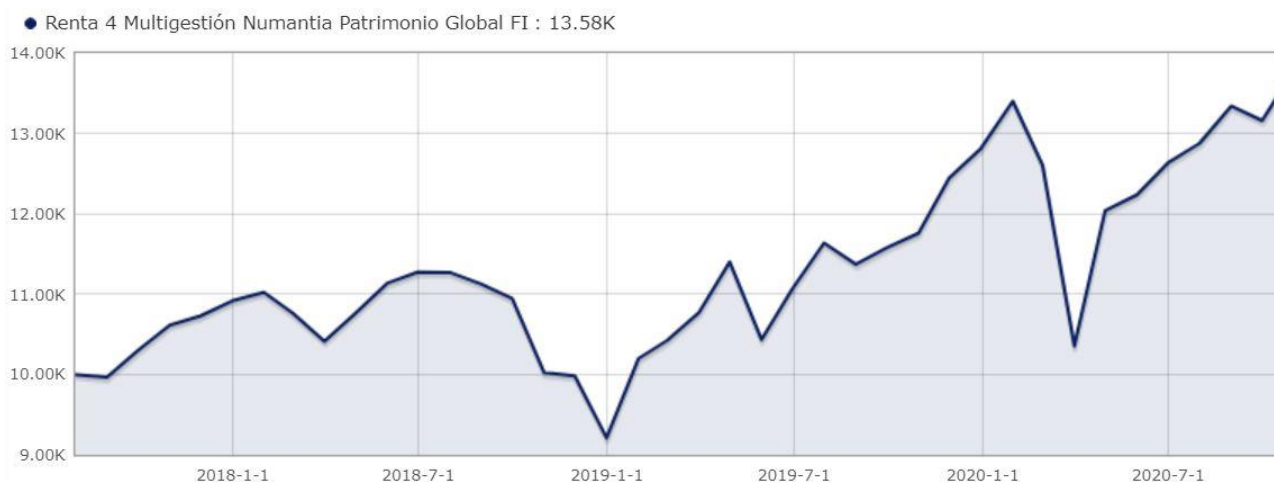
Contenido:

- Evolución del patrimonio p.2
- Un toque de suerte, pero no mucha p.4
- La tendencia a estar siempre invertidos p.8
- Plan de reducción de comisiones..... p.9
- Resumen de filosofía..... p.9
- A vueltas con la rotación p.10
- Comentario general..... p.12
- Las personas, el foso defensivo definitivo p.17
- Cartera actual y movimientos p.21



- Evolución del patrimonio desde inicio:

Renta 4 Multigestión Numantia Patrimonio Global FI | ★★★★★



Rentabilidades de Numantia a 26 de octubre de 2020 (ya **descuentan comisiones y gastos**):

Desde inicio (02/07/2017)	2018	2019	2020 YTD
+35,8%	-15,6%	+39,10%	+6,8%

Estimad@s Numantin@s,

La rentabilidad de Numantia en **2019** fue un nada despreciable **+39,10%**, y la rentabilidad adicional, en lo que llevamos de **2020**, es del **+6,8%**. La rentabilidad acumulada desde el inicio en julio de 2017 es del **+35,8%**¹, lo que supone una tasa compuesta del **9,65% anual**.

Quiero **agradeceros la paciencia y disciplina** que habéis tenido desde de la última carta de marzo de 2019² y desde la última reunión de septiembre de 2019³, especialmente habiendo sufrido la pandemia durante este periodo. **Vuestro comportamiento y confianza** han sido ejemplares: en los momentos de máximo miedo e incertidumbre no recibisteis **ninguna comunicación tranquilizadora** por mi parte y, sin embargo, las aportaciones netas a Numantia superaron el **medio millón de euros en marzo**.

¹ +109% incluyendo la rentabilidad de la sociedad familiar desde septiembre de 2013.

² <https://t.co/dHWi7PWHUk?amp=1>

³ https://www.youtube.com/watch?v=3Yb_iXfl3GU&t=1s



Vuestra confianza es la que me permite en esos momentos aislarme del ruido y centrarme en el trabajo **con tranquilidad** e independencia, lo que se traduce en mejores decisiones y más rentabilidad. Enfocarme en los análisis y ajustes de la cartera posponiendo la carta sólo es posible gracias a **vuestro horizonte temporal**, y a vuestra convicción de que mis intereses son los mismos que los vuestros.

A este respecto adjunto **mi inversión personal en Numantia**, donde también pueden observarse mis aportaciones periódicas⁴:

EMERITO QUINTANA PELAYO
Última Conexión: 24/10/2020 20:44:00

Operaciones de Fondos: R4 MULTIGESTION NUMANTIA PATR. GLOBAL

Fecha	Concepto	Parti	V.Partic.	Imp.Bruto	Comis.	Reten.	Efectivo
26/10/2020	VALORACIÓN	6.602,928407	12,429441 EUR				82.070,71 EUR
19/10/2020	SUSCRIPCIÓN	80,909586	12,359475 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR
17/09/2020	SUSCRIPCIÓN	83,518250	11,973431 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR
19/08/2020	SUSCRIPCIÓN	83,277773	12,008006 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR
17/07/2020	SUSCRIPCIÓN	83,542894	11,969899 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR
17/06/2020	SUSCRIPCIÓN	85,049780	11,757820 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR
19/05/2020	SUSCRIPCIÓN	92,893542	10,765011 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR
17/04/2020	SUSCRIPCIÓN	94,958600	10,530905 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR
18/03/2020	SUSCRIPCIÓN	121,214546	8,249835 EUR	1.000,00	0,00	0,00	1.000,00 EUR

Mis ahorros superan los 82.000€, y la inversión en Numantia de la familia cercana es superior a 1.000.000€.

Siguiendo con la tradición de la Sociedad Familiar que precedió a Numantia, a partir de ahora **habrá una carta y una reunión anuales**. Es una periodicidad razonable que encaja más con nuestra filosofía, y una señal más que permite atraer sólo a los **compañeros de viaje adecuados**. En cualquier caso, es muy probable que envíe comentarios periódicos por email durante el año, y siempre podéis contactar conmigo en el email info@numantiapatrimonio.com y en el teléfono 942 330 456 para cualquier duda. Además, suelo ser activo en el hilo de Numantia del foro de Rankia⁵ y en mi Twitter @foso_defensivo donde doy detalles de las empresas que vamos comprando y vendiendo a lo largo del año.

También tenéis disponible en YouTube el vídeo de la primera reunión de 2018⁶.

⁴ #AhorroDuru

⁵ https://www.rankia.com/foros/fondos-inversion/temas/3509312-numantia-patrimonio-global?page=44#respuesta_4747243

⁶ <https://www.youtube.com/watch?v=VwG94cGqmJw&t=1s>



Desde la última reunión **nuestro patrimonio ha crecido**, pero este periodo ha tenido importantes **desafíos**: la pandemia ha generado momentos de elevada incertidumbre y **problemas de liquidez** para muchas empresas, la **apreciación del euro** siempre afecta a nuestras posiciones en dólares, nuestra **baja exposición al mundo digital y al sector salud** antes de la pandemia (21,2%⁷ en septiembre 2019) ha sido un hándicap, la principal posición del fondo desde el inicio, **Brookfield**, lleva 12 meses plana, y otras posiciones importantes como **Howard Hughes** han sufrido un doble castigo, tanto por la pandemia como por la caída del precio del petróleo.

- **Un toque de suerte, pero no mucha:**

Quiero creer que el rendimiento conseguido en estos más de 3 años (7 años para los familiares) no está desprovisto de cierta habilidad por mi parte, pero hay que reconocer que **en el corto y medio plazo la suerte juego un papel nada desdeñable** en los resultados conseguidos.

Con los desafíos mencionados, ¿cómo es posible este buen resultado en 2020? En Numantia tuvimos la suerte de encontrarnos en febrero con nuestro **mayor nivel de liquidez histórico**, cercano al 30%, además de un 8% en empresas de **royalties de oro**. Hubo muchas aportaciones a comienzos de 2020, y me gusta ir asignando el capital con calma. Además,

Exposición a Renta Variable



había varias tesis interesantes aún en proceso de análisis, y existía un importante número tesis terminadas de empresas que queríamos incluir en cartera y cuyo único inconveniente era la **valoración elevada**.

A finales de febrero y principios de marzo todo cambió, y nos encontramos con el **mercado en pánico, los deberes de análisis hechos, y liquidez disponible**, lo que nos permitió actuar con decisión y tranquilidad.

Dos preguntas guiaron las decisiones esas semanas: ¿La empresa puede sobrevivir a un año de pérdidas y una crisis de liquidez? **¿La pandemia afecta o beneficia al negocio?** El 18 de marzo hicimos la última compra importante dejando **Numantia invertida al 98%**. Eran momentos en los que los inversores nos decían: “Deja pólvora para disparar si esto cae aún más, pinta muy feo.” Pero no tiene sentido para nosotros; si la valoración es atractiva a largo plazo, invertimos, **sin jugar a especular con las expectativas** de los demás.

⁷ Facebook 4,6%, Naspers 4%, Amazon 3,7%, JD.COM 3%, Eurofins Scientific 2,9%, Ryman Healthcare 2%, Majesco 1%.



Veamos algunas de las últimas compras. Coinciden con el mínimo del mercado por suerte, pero no jugamos a adivinar lo que ocurrirá, las valoraciones eran muy atractivas:

CONSULTA DE OPERACIONES							
1 de 2							
Operaciones de la cartera (Todas) entre 01/01/2020 y 08/10/2020							
Fecha	Nombre Ope.	Descripción	Valor	ISIN	Divisa	Títulos	Precio
18/03/2020	Compra	Compra					
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Emp.no Fin.	Aena SME SA	ES0105046009	EUR	600,00	100,65
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Emp.no Fin.	Amadeus IT Group SA	ES0109067019	EUR	1.600,00	39,81
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	Anheuser-Busch InBev SA/NV	BE0974293251	EUR	2.000,00	30,74
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	Brookfield Asset Management In	CA1125851040	USD	1.750,00	39,07
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	305835InterContinental Hotels Group	GB00BHJYC057	GBP	2.120,00	2.689,52
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	305835InterContinental Hotels Group	GB00BHJYC057	GBP	2.120,00	2.605,50
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	Berkshire Hathaway Inc	US0846707026	USD	400,00	175,93
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	Berkshire Hathaway Inc	US0846707026	USD	400,00	175,92
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	Carvana Co	US1468691027	USD	2.200,00	28,68
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	Five Point Holdings LLC	US33833Q1067	USD	16.900,00	4,30
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	Howard Hughes Corp/The	US44267D1072	USD	1.300,00	51,46
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	MGM Growth Properties LLC	US55303A1051	USD	4.700,00	14,57
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	Newmark Group Inc	US65158N1028	USD	22.000,00	3,12
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	46380SoftBank Group Corp	US83404D1090	USD	4.800,00	13,59
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	Tesla Inc	US88160R1014	USD	180,00	383,93
18/03/2020	Compra	Compra Acc.Ext.	Fairfax India Holdings Corp	CA3038971022	USD	9.500,00	6,97

Compra de Carvana a \$28 cuando estaba claro que la pandemia beneficiaría a su modelo. **Cotiza ahora a \$216.** **Softbank a \$13,6** cuando sus principales activos se centran en plataformas digitales y comercio electrónico, sumado a un elevado descuento. **Cotiza ahora a \$33.** **Tesla a \$384 pre-split** cuando aún está muy limitado por la oferta, tiene más control de la cadena de suministros y caja suficiente para resistir el temporal. **Cotiza ahora a \$2.230 pre-split.**

Inversiones como estas, cierta rotación oportunista en la cartera, y el buen comportamiento de empresas claramente beneficiadas como **Amazon, Facebook** (compramos más el 9 de marzo a \$170) o nuestros **royalties de oro** han permitido al fondo estar en positivo en 2020.

Como digo, tenéis disponible en YouTube el vídeo de la primera reunión de agosto de 2018⁸. Desde el segundo 1:10:25 explicamos nuestras empresas de **royalties de oro**, que compramos en junio de 2018 y mantenemos hasta ahora: **Sandstorm Gold y Abitibi Royalties**, esta



1ª Reunión Anual Numantia Patrimonio Global - 19/08/2018

⁸ <https://www.youtube.com/watch?v=VwG94cGqmJw&t=1s>



última también a través de **Golden Valley Mines**. **Abitibi** cotizaba a \$7,40 y mencionábamos que podría valer un 50-100% más. Cotiza actualmente a \$19 por acción, un +130%. **Sandstorm** ha conseguido una rentabilidad similar, del +133% desde la reunión. Sin duda la evolución del precio del oro ha ayudado, pero también nuestro entendimiento de su modelo de negocio y sus activos. Los seguimos manteniendo. **Franco-Nevada** la tuvimos unos meses pero la situación financiera de **First Quantum** nos preocupa cada vez más.

En el caso de **Tesla**, no esperábamos que el precio se multiplicase x10 en 12 meses. Aunque ha aportado a la rentabilidad del fondo (incluso cayendo a \$0 ahora habría aportación neta positiva) y un movimiento tan brusco en tan poco tiempo es fortuito, tiendo a verlo como **mala suerte**. Numantia es un fondo de inversión con límites de diversificación, y un vehículo así **no puede aprovechar al máximo movimientos tan amplios y rápidos**. Los límites exigen ir vendiendo por escalones. Fondos de gestores que admiramos con una exposición importante a Tesla y sin dichas restricciones como el **Baron Partners Fund** o el **Scottish Mortgage Investment Trust** lo han hecho mucho mejor que nosotros. De igual forma, caídas de una acción del 70-90% se convierten en **pérdidas permanentes**, pues aunque se promedie a la baja y se acierte a posteriori, no se puede aprovechar completamente la recuperación de la acción. Por eso nuestro objetivo no son los “pelotazos” ni las tesis arriesgadas, el objetivo es tener una selección de empresas de calidad, y **que ese “rebaño” cree valor más o menos al unísono**.

Aun así, es “mala suerte” con impacto positivo, y ha sido clave todo el trabajo de investigación realizado en 2018 y 2019 para mantener la convicción. Comenzamos a invertir en Tesla en noviembre de 2018 y seguimos manteniendo un **peso del 3,1%**. Para entender mejor la tesis, que es compleja y polémica, realicé varios vídeos:

- [Presentación en Value Investing FM, febrero 2020⁹](#):
- [Tesis de Tesla desarrollada¹⁰](#):
- [Aclaraciones finales¹¹](#)



⁹ <https://www.youtube.com/watch?v=YJZozCuBuGo&t=1s>

¹⁰ <https://www.youtube.com/watch?v=1w9MZDwe9ho&t=56s>

¹¹ <https://www.youtube.com/watch?v=s-OTuhOJQXA>



Recopilemos ahora algunos ejemplos de mala suerte con impacto negativo durante este periodo:

- Durante las caídas del mercado hubo varios errores de omisión con empresas que entendía bien y que estuve a punto de recomendar comprar pero no lo hice: **Wayfair** fue una de ellas, y ahora cotiza a **13 veces más** que en marzo (no es una errata). Aunque hubiéramos puesto un 1% de Numantia y hubiéramos ajustado el peso después, podría haber aportado al fondo un **10% más** de rentabilidad. **Ocado** o **Etsy** son otros ejemplos de candidatos claros que ahora cotizan al triple.
- Sigo lamentando la **baja exposición de Numantia al llamado “mundo digital”**, a la clara tendencia a la **desmaterialización** de productos y servicios, y a la creación de nuevas ventajas competitivas como los costes de cambio y los nuevos hábitos con software en la nube. No vamos a pagar 60 veces ventas por una empresa, por única que parezca y aunque la compre Berkshire Hathaway, pero sí tenemos varias tesis en proceso. Podíamos haber estado mucho mejor preparados para esta situación, que sólo ha **acelerado tendencias que ya teníamos claras** hace tiempo.
- En cuanto a **JD.com**, que **seguíamos valorando a \$80** y se comportó muy bien durante el pánico, **no lamento la venta a \$45** porque creo que fue por las razones adecuadas y fue un capital muy bien invertido en ideas que han rentado más que JD desde entonces. **Lo que sí lamento es la venta de una semilla** que pusimos, un germen de opcionalidad en forma de opciones que vencían en 2021, strike \$45, que compramos muy baratas. A pesar de su pequeño peso en el fondo, esa semilla habría multiplicado hoy su valor por **más de 20 veces**, y habría aportado una importante rentabilidad extra a Numantia.
- Ha habido ideas en las que incluso acertando de lleno salieron mal, como la inversión el 14 de febrero en **Willis Towers Watson**. Cada vez tenemos una mejor comprensión del sector de los brokers de seguros, es un muy buen modelo de negocio con ventajas competitivas y vientos de cola. Revisando las comunicaciones recientes y haciendo una pequeña investigación sospechamos que su adquisición por parte de **AON** era muy probable e inminente. Genial, una posición de arbitraje con una buena empresa, como nos pasó en su día con **Monsanto o Christian Dior**. Y **acertamos**, la fusión fue anunciada el 9 de marzo. Sirvió esto para dar un extra de rentabilidad y tener un extra de liquidez en esos momentos? No, pues





según el acuerdo a los accionistas de **Willis** nos pagaban en acciones de **AON**, y estas no dejaban de caer, como todo el mercado.

- Empresas **vendidas demasiado pronto**: Cuando acertamos con una adquisición inminente resulta no ser en efectivo ni con prima, pero cuando sí ocurre ya hemos vendido la acción. Este verano la empresa Thoma Bravo, L.P. anunció la adquisición de **Majesco** a \$16 por acción, empresa que mencionamos en la última reunión y que vendimos para concentrar la cartera en otras oportunidades. La rentabilidad en 2020 ha sido del +100% y nos lo perdimos. El excelente comportamiento de **Sdiptech** tampoco lo aprovechamos al máximo aunque consiguiésemos buena rentabilidad. Nos consuela, al menos, que parece que **pescamos en los ríos correctos**.
- Y por último, **negocios muy afectados**: Es indudable que nuestro aeropuerto en la India (**Fairfax India**) o nuestros McDonald's en Brasil (**Arcos Dorados**) se han visto muy afectados, con costes fijos que han convertido al apalancamiento operativo en un arma de doble filo. Los ingresos de **Rolls-Royce Holdings PLC**, un más que probable error de inversión, se han desplomado tanto por el **colapso de la demanda** de nuevos motores de avión como por la caída en los ingresos por mantenimiento, que dependen de las horas de vuelo. Hemos tenido que replantearnos seriamente la resiliencia de varias de nuestras empresas y actuar en consecuencia.

¿Cuál es el mensaje que quiero transmitir? Que la suerte sin duda existe y afecta, pero creo que en este periodo hemos **estado en el rango bajo de la suerte**, muy lejos del resultado óptimo, pues con **unas pocas decisiones distintas** la rentabilidad podría haber sido mucho mayor.

- **La tendencia a estar siempre invertidos:**

Estas ocasiones excepcionales son una muy buena oportunidad para **juzgar comportamientos** y obtener información valiosa. En 2008 pudimos observar qué modelos de negocios son resistentes a una gran recesión. Ahora, los que sobreviven a una pandemia.

En la última carta nos fijamos en el comportamiento de algunas de nuestras empresas en las caídas de 2018, por ejemplo las que **recompraron acciones**. Esta vez, además de haber quedado patente el buen comportamiento de los Numantinos, quiero que sea otra oportunidad para que veas **mi comportamiento como asesor** en momentos difíciles, y sepas qué tipo de decisiones esperar de mí en el futuro.

Además de las decisiones calmadas pero valientes, cabe esperar **nuestra tendencia a estar 100% invertidos**. Nuestra cartera es reflejo de nuestra visión del mundo y nuestra estimación del futuro, y **somos optimistas con el futuro** de la civilización en general y el futuro de nuestras empresas en particular.



En nuestra filosofía está impregnado el optimismo como principio metodológico, encaja con mi forma de ser y de invertir. Creo que será lo más beneficioso a largo plazo. Los pesimistas parecen más listos al desarrollar sus argumentos, pero a largo plazo **son los optimistas los que ganan dinero.**



Sí, siempre hay algo por lo que preocuparse, pero durante 2020 ha quedado claro una vez más que los intentos de encontrar el momento idóneo para entrar o salir del mercado (*market timing*) son esfuerzos estériles, y que intentarlo puede provocar que un inversor **pierda años de rentabilidad en semanas.**

- **Plan de reducción de comisiones:**

Tal y como explicamos en la última reunión, **desde el 1 de febrero de 2019 la comisión de gestión ha bajado del 2% al 1,75% anual**¹². El siguiente compromiso es el de bajar la comisión de gestión un escalón más, hasta el **1,5% anual** al alcanzar 15M€ bajo gestión. El patrimonio actual supera los 11M€, así que el objetivo está cerca, y **no será la última bajada de comisiones** si seguimos creciendo a este ritmo. El objetivo es **compartir las economías de escala** con los partícipes.

- **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 y pasión **tendrá más posibilidades de conseguir lo que se propone** y por tanto el futuro de su empresa será más brillante.

¹² Hecho relevante de la CNMV, código de registro: 1857: <https://www.cnmv.es/porta/HR/verDoc.axd?t={d31a0dc8-bd51-467f-b95c-f2ac6d2f4d12}>



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**.

- **A vueltas con la rotación:**

Un momento, si hay **vocación de permanencia** en las posiciones del fondo a largo plazo, ¿la rotación no debería ser mínima? La rotación es una métrica que nunca me interesó gestionando el patrimonio familiar, y así debe seguir siendo, sólo es el resultado del proceso de inversión, el cual está siempre **centrado en el largo plazo** y se basa en 3 factores: **certidumbre, convicción y rentabilidad esperada**.

Es algo que explicamos en la 3ª carta de agosto de 2018¹³, pero merece la pena incidir sobre ello, pues existe mucha confusión, incluso una **excesiva glorificación** de la baja rotación, como si los inversores se pusieran medallas honoríficas al haber sido **accionistas leales** de una empresa durante 20 años. Pero tener una visión a largo plazo pocas veces se traduce en acertar con una idea desde el minuto 1, y en pocas empresas es buena idea invertir y mantener para siempre, es necesario una **vigilancia constante del “rebaño”**, un incesante aprendizaje, y **reconocer errores** e ideas mejores por el camino.

Es como si cambiásemos de flecha sin modificar la distancia del objetivo, como si el mercado nos permitiese **cambiar de árboles frutales** aunque nuestra intención siga siendo simplemente verlos crecer lentamente.

No, no diseñé la cartera perfecta que no requiera cambios durante 20 años desde un principio, y sin embargo al invertir pienso más **en los hijos de los partícipes** que en los propios partícipes, pues algunas de las ideas menos obvias requieren una visión de muy largo plazo.



En el salón de la fama inversor es curioso comprobar cómo en los primeros años del Magellan Fund de **Peter Lynch** la rotación anual alcanzaba el 300%, similar a la de Joel **Greenblatt**. La rotación de la cartera cotizada de **Warren Buffett** rondó el 50-100% anual durante 3 décadas, curiosamente las décadas más rentables. ¿Es esto algo positivo por sí solo? No, pero **los grandes inversores reconocen sus errores en cartera rápido**, y esa es la ventaja de los mercados cotizados, **poder vender** cuando te equivocas, cuando la realidad cambia, cuando encuentras una alternativa mejor, o cuando la empresa está muy sobrevalorada. La rotación es el precio del progreso¹⁴.

¹³ https://1drv.ms/b/s!Ai37x0zkOcSbo0bSUP1CB6_Xji7

¹⁴ <https://microcapclub.com/2020/10/portfolio-turnover-is-the-price-of-progress/>



En el caso de Numantia, cuando invertimos en una empresa lo hacemos estimando el futuro de toda la vida de la empresa, y **con vocación de no vender nunca**. Durante ese periodo de vigilancia, si la historia no cambia, la convicción y la rentabilidad esperadas se mantienen altas, y no aparecen oportunidades mejores, la acción acumulará años y años en cartera, pero no puede saberse *a priori*. Son los directivos los que **tienen que ganarse nuestra lealtad** como accionistas creando valor año tras año.

Posiciones	Cartera Peso	Compra inicial
Brookfield Asset Management Inc Class A	6,01	30 jun. 2017
Facebook Inc A	5,92	30 jun. 2017
Amazon.com Inc	5,40	31 ago. 2017
The Howard Hughes Corp	3,91	31 ago. 2018
Spotify Technology SA	3,62	31 ago. 2020
Financiere de l'Odette SA	3,29	30 jun. 2018
Sandstorm Gold Ltd	3,18	30 jun. 2018
Tesla Inc	3,00	30 nov. 2018

Muchas de nuestras principales posiciones como **Brookfield, Amazon o Facebook** están en cartera desde el inicio de Numantia en **verano de 2017**. Otras como **Howard Hughes, Sandstorm Gold o Tesla** desde **2018**. Hay ideas nuevas como **Spotify**, y ventas como **Berkshire Hathaway** que la hemos tenido desde la creación de la sociedad familiar en 2013, **7 años**.

Todo ello es resultado del proceso de inversión, y sería **absurdo optimizar la estadística de rotación** cara a la galería, en cuyo caso las críticas se convertirían en un “es que no haces nada.” **La métrica importante es la rentabilidad**, y por supuesto el riesgo asumido para conseguirla. Es lo que me interesa para mi patrimonio, el de mi familia, el del resto de partícipes, y el de nuestros hijos. El resto es *marketing*.

Observando la evolución de Numantia estos 3 años queda bastante claro que los cambios han sido para mejor, pues en esta disciplina **reconocer errores debe ser motivo de orgullo** y no de vergüenza. Podría incluso instaurar en las cartas la **sección “De la que nos libramos”**, que incluyan ventas por reconocimiento de errores en los que el tiempo parece habernos dado la razón, como ha ocurrido con: **L Brands, Imperial Brands, Porsche Holding, Fresenius, Lanxess, Liberty Global, Unibail Rodamco, Taubman Centers, Henkel o TripAdvisor**. Sí, la lista de errores es larga. De la que nos libramos.

Otras magnitudes resultado del proceso sin objetivo prefijado son la distribución geográfica, la distribución por capitalización, o la **concentración**. Esta última también suele despertar interés. En agosto de 2018 las 10 principales posiciones pesaban un **49%**. Dicha concentración aumentó al **55%** a 31/12/2018, **52% en marzo de 2019**, y ha bajado al **46%** actualmente. Las **12 principales posiciones** suponen más de la mitad del fondo, y en la otra mitad el número de empresas ha aumentado, con ideas que irán ganando notoriedad o desapareciendo según cómo evolucione la convicción.

12 Principales posiciones

Empresa	Peso
Brookfield Asset + Partnes Value	8,2%
Sandstorm Gold + Abitibi + Golden Vall	5,7%
Facebook Inc	5,1%
Howard Hughes Corp/The	5,0%
Amazon.com Inc	5,0%
MicroStrategy Inc	3,8%
Spotify Technology SA	3,8%
Tesla Inc	3,1%
S&P Global Inc	3,0%
Charles Schwab Corp/The	2,9%
Financiere de L'Odette	2,9%
Naspers Ltd	2,8%

Total	51,4%
--------------	--------------



- **Comentario General:**

Con respecto a esta nueva enfermedad que nos ha hecho sufrir tanto, sólo puedo aportar un pequeño consejo: ante fenómenos desconocidos en crecimiento exponencial, lo más lógico a nivel de gestión de riesgos personal es la **prudencia extrema**, el principio de precaución, aunque la mayoría de las veces parezcamos locos o exagerados. En el terreno inversor sucede al contrario, se recompensa la calma y la valentía. No es fácil conciliar ambas visiones, pero creo que ha sido lo más adecuado: **pesimismo con la pandemia, optimismo con la inversión.**

Desde el punto de vista empresarial, creo que el punto clave ha sido el **crecimiento del mundo digital**. Desde hace ya muchos años nuestro día a día se divide entre **nuestra vida física y nuestra vida digital**, y esta última ha ido ganando **cada vez más peso**. En el año 2000 había 350 millones de usuarios de internet a nivel global, lo que suponía sólo el 5% de la población mundial, o el 11% de los usuarios que hoy en día usan mensualmente alguna de las aplicaciones de la **familia Facebook (3.140 millones)**, por ponerlo en contexto. Gracias a la expansión del Internet de alta velocidad y a la caída en costes de los servicios de datos y de los smartphones, el mundo está cada vez más conectado.

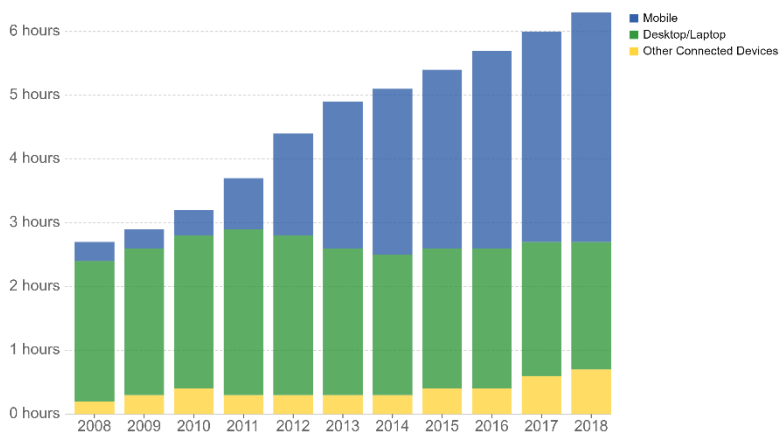
Internet permite que la información y las ideas viajen con **menos fricciones**, permite dar soluciones **más baratas, rápidas, cómodas y creativas** a nuestras necesidades, y que los negocios escalen **sin apenas capital**. No es de extrañar que ante soluciones **mejores**, el mundo digital forma una parte cada vez mayor de nuestras vidas **a costa** de otras soluciones del pasado. Al fin y al cabo, **cada día tiene 24 horas**, con suerte 8 de las cuales pasamos durmiendo, y otras tantas trabajando. El tiempo restante las empresas **compiten por deleitarnos**, convencernos y entretenernos. Nuestro tiempo y **nuestra atención** son los activos más escasos y valiosos.

No debe sorprendernos entonces que las empresas dominantes de este mundo digital representen cada vez más valor en la economía o que, por ejemplo, la publicidad digital

haya crecido tanto, pues **la publicidad sigue a la atención** de la gente, y su atención está cada vez más en el móvil y el ordenador.

Daily hours spent with digital media, United States, 2008 to 2018

Average hours per day spent engaging with digital media (e.g. digital images and videos, web pages, social media apps, etc.) The data for 'other connected devices' includes game consoles. Mobile includes smartphones & tablets. All data includes both home & work usage for people 18+.



Source: BOND Internet Trends (2019)

Our World in Data

CC BY

Tampoco es de extrañar que haya más **líderes dominantes**. Sin fricción ni necesidades de capital, las mejores soluciones se descubren y **crecen más rápido**, surgen con más frecuencia ventajas por **efecto red** a escalas



nunca vistas, y el **espacio en nuestros móviles** para Apps se comporta igual que el **terreno inmobiliario escaso**, no queremos cientos de aplicaciones diferentes para lo mismo.

Además, a algunas de estas **tendencias de fondo les queda mucho por delante** para ver terminada la adopción, como el comercio electrónico o la infraestructura en la nube, y los **crecimientos sostenidos** en el tiempo se suelen infravalorar por no creerse posibles¹⁵. ¿Estamos entonces ante negocios dominantes con ventajas competitivas, sin necesidad de capital para crecer, y con buenas perspectivas a largo plazo¹⁶? No es coincidencia que **Buffett** crea que son negocios “extremadamente buenos” y que quiera que su empresa refleje cada vez más esta nueva realidad¹⁷.

“Las cuatro mayores compañías por valor de mercado no necesitan ningún activo tangible. No son como AT&T, General Motors, o Exxon Mobil, que requieren mucho capital para generar beneficios. Nos hemos convertido en una economía asset-light.” - Warren Buffett (2018)

Por el lado de la valoración, las noticias también son buenas:

- Para los que nos interesa estudiar caso a caso la realidad económica de las empresas para interpretar la contabilidad y estimar bien su futuro, **entender la empresa primero y valorarla después** no es un problema, pero muchos inversores intentan hacer **el proceso inverso** y no se interesan por ellas, dejándonos menos competencia.
- Estas empresas son relativamente **grandes** en el mercado, y se cree que por tanto **su precio es “eficiente”**, pues no se puede saber más de ellas que lo que ya sabe el mercado. Sin embargo, son las **más expuestas al cortoplacismo** de los analistas, y al **cambio en las narrativas** del mercado. Y como hemos dicho, les queda mucho por crecer.
- Estos gigantes de internet **aún no están en la fase de madurez** de su ciclo de vida, y por tanto aún no están recogiendo muchos de los frutos de sus inversiones, momento en el que su contabilidad será más clara y atractiva. Y no sólo eso, **sus inversiones actuales se realizan en forma de intangibles**¹⁸,

¹⁵ Ejemplo de valoración de Google en 2004: <https://www.hussmanfunds.com/wmc/wmc040823.htm>

¹⁶ Good long term prospects en palabras de Buffett.

¹⁷ <https://intrinsicinvesting.com/2017/05/16/warren-buffett-declares-new-phase-of-his-investment-philosophy/>

¹⁸ https://sparklinecapital.files.wordpress.com/2020/10/sparkline_intangibles.pdf



los cuales las normas contables tratan de forma diferente, reduciendo artificialmente los beneficios contables y alejando aún más a inversores basados en valoraciones estadísticas o cuantitativas¹⁹.

- Los crecimientos de estas empresas son **consistentes pero no desorbitados**. No atraen a los que buscan máximo crecimiento, ni a los que buscan ideas estadísticamente atractivas.

Toda esa infravaloración o incomprensión juega a nuestro favor. La confianza del consumidor en **Amazon**, la Inteligencia artificial del buscador de **Google**, los datos de **Facebook**, el talento de los ingenieros de **Tesla**, etc. son intangibles sin capitalizar en el balance, como la inversión en i+D, y sin embargo **son activos valiosos**, pues permitirán aumentar los flujos de caja en el futuro. Además, muchas de estas empresas cuentan con **activos aún sin monetizar**, o realiza inversiones en crecimiento vía precios: Si Amazon mantiene el precio de **Amazon Prime** muy bajo en un país, perdiendo dinero, no es un mal negocio, es una **inversión en creación de hábitos de consumo y confianza** con el consumidor; es *pricing power* latente, sin explotar.

En definitiva, hay aún oportunidades en esa parte del mercado, y ya hace tiempo éramos conscientes de estas tendencias. No en vano **Amazon y Facebook** llevan más de 3 años en el TOP5 de Numantia, y seguimos creyendo que están infravaloradas.

Sin embargo, lo inesperado ha sido la **fuerte aceleración** que la pandemia ha provocado en estas tendencias. Los confinamientos han forzado que años de adopción ocurran en semanas, y la gente **se ha dado cuenta más rápidamente de que existen soluciones mejores** a sus necesidades. En un primer momento, todo el mercado de valores cayó,

dando una importante oportunidad de inversión en estos sectores, pero con el paso de los meses, el mercado ha reconocido esta realidad, separando el grano de la paja. **Años de crecimiento en semanas son palabras mayores.**

Por el lado laboral y empresarial, también nos hemos acostumbrado a usar nuevas herramientas y se ha acelerado la transformación digital.

Online share of retail sales



¹⁹ https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/articles_onejob.pdf?1600268687963
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3442539



Sí, es algo fortuito, y hay quien dice que **podría haber sido al revés**, que podría habernos asolado un virus informático o un evento solar catastrófico y poco más que hacernos volver a la Edad Media. Yo no lo veo así. Sí, hay infraestructura clave como la fibra óptica o los satélites que supondrían una importante pérdida si los perdemos, pero este mundo se basa principalmente en **ideas, en conocimiento, en nuevas formas de hacer las cosas**.



No se puede “desinventar” Internet, ni todos los modelos de negocio que han surgido en ella, y por lo tanto una humanidad desprovista de todo bien de capital mantendría en su mente gran parte del conocimiento. No volveríamos a lavar la ropa en el río, volveríamos a construir lavadoras. No resurgirían las fábricas de radio cassettes, ya sabemos lo que es el MP3 y **Spotify**. Además, a 250 metros bajo la superficie de Svalbard, en el ártico, tenemos una copia de nuestro software *open-source* más importante²⁰.

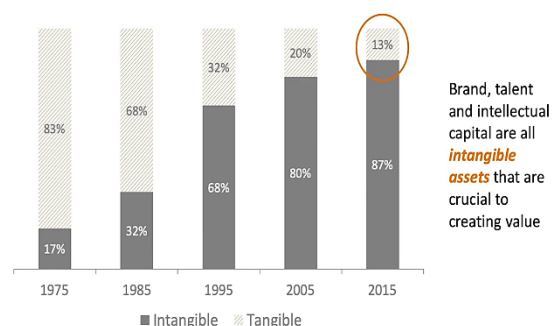
No hay vuelta atrás, y por suerte nuestro enfoque cualitativo nos ha salvado de una peligrosa trampa: si fuésemos inversores con una estrategia

sistemática basada en la contabilidad pasada, estaríamos en realidad **apostando contra la economía de los intangibles**, contra la tendencia a la **desmaterialización** de bienes y servicios (ahora todo lo que ves en la foto izquierda cabe en tu bolsillo). Si creyésemos que la inversión en valor es un factor estadístico en vez de **inversión empresarial conservadora**, habríamos sufrido pérdidas permanentes, pues la estrategia habría mutado a una **apuesta contra la disrupción** y contra los nuevos monopolios, esperando un retorno a la media cegados por gráficos agregacionistas²¹. Estaríamos apostando por una vuelta a la economía tangible, algo muy improbable. Con razón la estrategia de reversión a la medida basada en el *Price-to-book* ha perdido su eficacia²².

Además, si el capital intangible supone una parte cada vez mayor de la economía, como vemos en el gráfico a la derecha, evitarla supondría quedarnos a analizar **una parte cada vez más irrelevante** de la realidad del mercado.

The balance sheet isn't what it used to be

Assets on the balance sheet make up just **13%** of a company's market value



Source: Ocean Tormo, LLC Intangible Asset Market Value Study of the composition of the S&P 500 market value.

HARRIS ASSOCIATES

²⁰ <https://www.youtube.com/watch?v=fzI9FNjXQ0o>

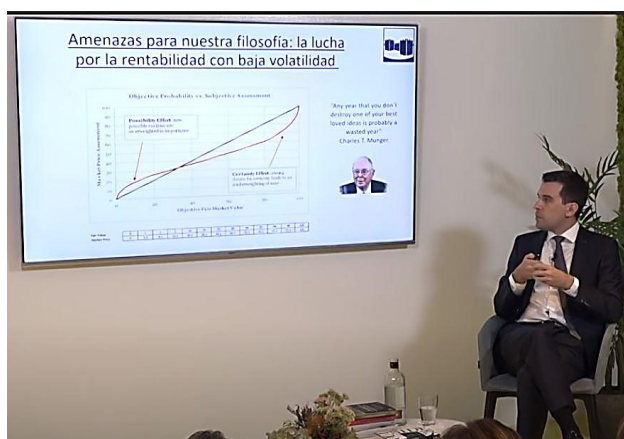
²¹ https://sparklinecapital.files.wordpress.com/2020/08/sparkline_value_investing.pdf

²² <http://cfany.gallery.video/cfabrazil/detail/video/6053549326001/william-nygren-cfa---us-value-panel:-ben-graham-vi>



Analizar empresas caso a caso conlleva más trabajo, y en ocasiones trabajo que no fructifica, pero evitamos juicios del tipo “El mercado americano está caro” o “Eso es sector tecnológico y hay que evitarlo”. **La realidad económica actual distorsiona esas etiquetas**²³. Si tenemos que elegir, sin duda estamos del lado de las empresas disruptoras, pues **están creando nuevos fosos defensivos duraderos**. De nuevo, en palabras de Buffett: *“No entré en Apple porque fuese una acción del sector tecnológico, sino por el **valor de su ecosistema**, y por lo duradero que ese ecosistema podría ser.”*²⁴

Pero no todo va a ser bueno. **La inversión en empresas de calidad es mucho más difícil ahora** que hace 7 años cuando empecé a gestionar el patrimonio familiar, tanto por el lado físico como el digital. Es cierto que nunca ha sido fácil, **nadie te vende una empresa bien gestionada con un futuro brillante a buen precio** porque sí, normalmente tiene que haber algún problema, alguna polémica que permita aprovecharse realizando análisis cualitativos del largo plazo que para el mercado no resulten obvios. Pero antes era algo más fácil.



Los tipos de interés cero y la búsqueda desesperada de certidumbre, baja volatilidad y sustitutos de bonos tienen parte de la culpa²⁵. En **2013** podías invertir en **Nestlé**, una empresa madura con la contabilidad estable y representativa, pagando **13 veces** los beneficios antes de intereses e impuestos, y así lo hacíamos en la sociedad familiar. Ahora tienes que pagar **22 veces**, la empresa apenas tiene crecimiento, y las ventajas se están erosionando. Ya explicamos en la última carta

del riesgo de invertir en estas empresas a estas valoraciones²⁶.

Muchos activos tradicionalmente seguros han sufrido **mucha inflación**: ¿cuánto cuesta ahora retirarse con una **renta vitalicia** de una aseguradora solvente o con los intereses de un Bono del Estado frente a 2011? Para conseguir 2.000€ al mes con bonos a 10 años hacían falta 480.000€, ahora **20.000.000€**. En los años 90 comprabas una vivienda con 3,5 veces la renta anual de una familia media, ahora hacen falta **7 años de renta bruta familiar**.

²³ <https://www.barrons.com/articles/fidelitys-will-danoff-looks-back-on-30-years-at-contrafund-51601679688>

²⁴ Reunión de accionistas de 2018

²⁵ Lo explicamos en la reunión de 2019, desde el minuto 21: https://www.youtube.com/watch?v=3Yb_iXfI3GU

²⁶ Páginas 12 y 13: <https://t.co/dHWi7PWHUK?amp=1>



Y sí, aprovechábamos polémicas y estructuras complejas, pero no tanto. En 2013 el 10% del patrimonio familiar era **Apple**. La ausencia de Steve Jobs era reciente, las dudas sobre el futuro de la empresa se acumulaban, y el estudio de sus características cualitativas escaseaba. Podías invertir en una empresa mejor que la mayoría de las del mercado y mucho más barata que el mercado. En 2015 incluso **Carl Icahn** insta a la empresa a recomprar agresivamente acciones²⁷.



Emérito Quintana
@foso_defensivo

Seguir

Una oportunidad infravalorada para los próximos años. @XPOLogistics_Es @XPOLogistics #valueinvesting @inBestia



9:05 - 24 oct. 2015

En 2015 **XPO** cotizaba a un tercio del precio actual, la contabilidad era horrible, y no era fácil entender su estrategia a futuro, pero pesaba el **30% del patrimonio** familiar. En 2016 podías darte cuenta fácilmente de que **Christian Dior** era una forma estupenda de invertir en LVMH con un jugoso descuento.

Ahora debemos ser **más cautelosos**, más creativos, más inteligentes, y mantener siempre la **disciplina de valoración**. Esta ventaja del mundo digital a medio plazo ahora es obvia, segura, y los inversores buscan certidumbre, pero **no todo el mundo digital se verá beneficiado de forma permanente**. Las empresas con barreras de entrada y clientes fieles aprovecharán este empuje y será positivo aunque volvamos a la normalidad pronto. Otras empresas con mucha competencia y valoraciones muy exigentes puede que hagan sufrir mucho a sus inversores cuando pase la pandemia.

- **Las personas, el foso defensivo definitivo:**

Para valorar una empresa siempre hace falta lo mismo: tu estimación de **cuánto ganará**, **cuándo lo ganará**, y la rentabilidad esperada de tus mejores alternativas.

¿Por qué son importantes las **ventajas competitivas**? Porque permiten generar **rentabilidades sobre el capital altas y duraderas** sin que la competencia las erosione, y una empresa así **vale más**.

¿Por qué es importante el **crecimiento**? Porque el crecimiento sólo es valioso en este tipo de empresas²⁸, y permite **aprovechar el valor de las ventajas competitivas al máximo**, por

²⁷ <https://carlicahn.com/carl-icahn-issues-open-letter-to-tim-cook/>

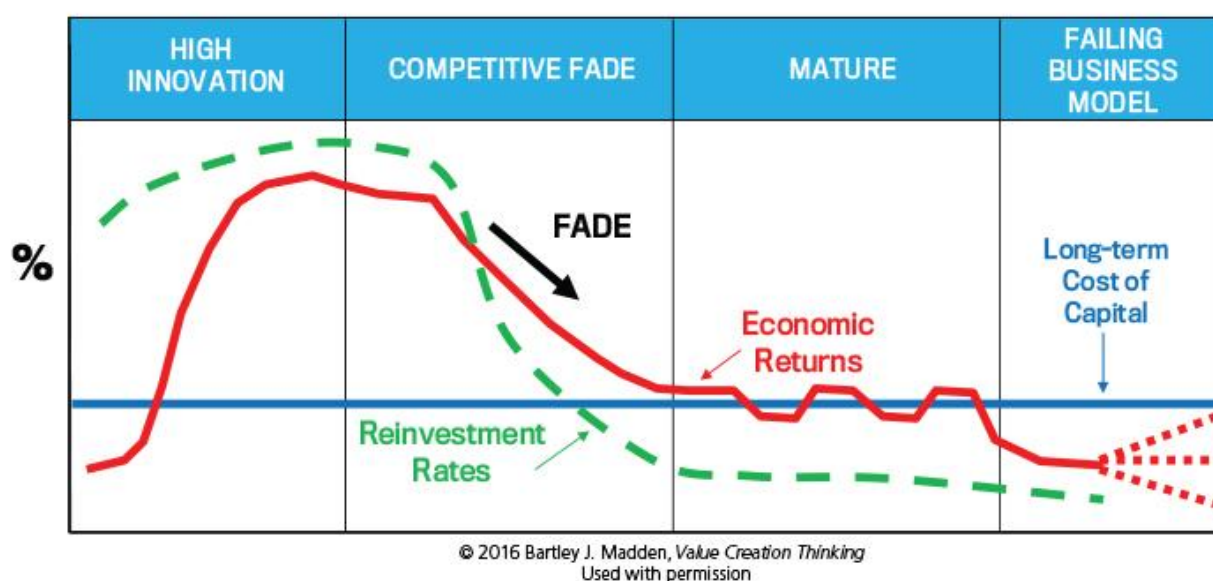
²⁸ Referencias a este respecto: <https://www.valuewalk.com/wp-content/uploads/2014/08/Growth-what-is-it-good-for-and-ROIC.pdf> y https://www.eipny.com/assets/pdfs/The_Capital_Reinvestment_Strategy_FINALR_20160628.pdf



eso muchos inversores tratan de encontrar empresas que combinen tanto ventajas competitivas como oportunidades de reinversión para crecer²⁹.

En este contexto, ¿Por qué es clave el concepto del “**ciclo vital**” de las empresas? Porque gran parte de la creación de valor a lo largo del ciclo de vida de una empresa suele ocurrir **cuando la ventaja competitiva se está creando**, cuando el foso defensivo está creciendo y aún puede aprovecharse al máximo reinvertiendo en el negocio a altas rentabilidades sobre la inversión incremental. La creación de valor **comienza en la fase disruptora** de alto crecimiento, y **muere con la erosión de su ventaja competitiva** en su fase de madurez y **bajo crecimiento**.

FIGURE 2: COMPETITIVE LIFE-CYCLE FRAMEWORK



Por eso nosotros estudiamos los **fosos defensivos** de las empresas desde un **punto de vista dinámico**. Más importante que la existencia de una ventaja competitiva es su **sostenibilidad a largo plazo**, y si se está fortaleciendo a debilitando, si el foso defensivo se expande o se contrae.

En definitiva, las rentabilidades extraordinarias suelen provenir de empresas que **perduran y prosperan**³⁰. **Sobrevivir no es suficiente**; muchas empresas existen durante muchos años pero su creación de valor es nula o mediocre, sin innovación ni crecimiento. **Crear por crecer no es la respuesta**; hay crecimientos que destruyen valor, y los que lo crean pueden tener una corta duración debido a la competencia o a la mala gestión.

²⁹ https://dorseyasset.com/wp-content/uploads/2019/12/maximizing-moats_reinvestment-runways-capital-allocation_december-2019.pdf

³⁰ <https://idpcap.com/wp-content/uploads/2020/06/Strategy-Deck-June-2020.pdf>



Citando a James Anderson: “debemos buscar empresas que tengan la **posibilidad de ser realmente excepcionales**, y no debemos malgastar nuestro tiempo en aquellas empresas que no.” Esas empresas suelen tener oportunidades por delante en su sector prácticamente ilimitadas, y en los casos de éxito predominan las **dirigidas por sus fundadores** o por familias, con una visión clara a largo plazo, un entusiasmo contagioso, y capacidad para sacrificar la contabilidad actual para conseguir su misión, sin contentar al mercado trimestre a trimestre, sin estrategias de gestión convencionales y complacientes.

Y aquí es donde aparece el punto clave: hay que prestar una especial atención a los equipos gestores y a las culturas corporativas. **El comportamiento de las personas**³¹ es la fuente original de las ventajas competitivas duraderas.

Se suele pensar en 4 categorías de ventajas competitivas: **Imagen de marca, costes de cambio, economías de escala y efectos red**. Nacen de forma experimental: veamos de dónde surgieron las altas rentabilidades en el pasado y dividamos por categorías. Pero estas ventajas surgieron en una economía tangible con poco acceso a la información, y fricciones que ralentizaban los cambios.

Sí, es un modelo mental que aún podemos usar para estudiar los fosos defensivos desde un punto de vista dinámico: **la imagen de marca** de las empresas de consumo empaquetado occidentales se ha debilitado, la barrera de entrada es menor por la publicidad segmentada online; **los efectos red** son más comunes porque todos tenemos un smartphone en el bolsillo y las curvas de adopción son más rápidas, etc. Pero en general, el enfoque es un anacronismo³².

Nuestro enfoque nace de la teoría, pero es más actual que nunca. El futuro es incierto, pero hay 4 fuentes de reducción de incertidumbre: Las pautas de comportamiento, la función empresarial, las leyes económicas y las leyes físicas. Para lo que nos interesa ahora, nos importan más las 2 primeras:

- **Función empresarial:** un fundador enfocado en un objetivo claro, dedicando toda su energía y perspicacia empresarial a conseguirlo, tendrá más probabilidades de éxito.
- **Pautas de comportamiento:** conductas repetitivas con mucha inercia, tanto en clientes como en empleados y directivos. Un empleado **acostumbrado a usar una herramienta** de software concreta embebida en el día a día de la empresa es muy reticente a cambiar. También nos gusta mantener la experiencia repetitiva del sabor de nuestro refresco favorito. Comprobar

³¹ Lectura recomendada sobre la importancia de esto: <http://mastersinvest.com/newblog/2018/6/8/wcm>

³²

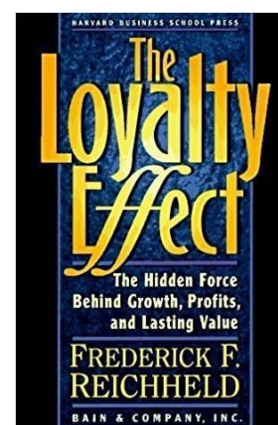
https://static1.squarespace.com/static/5ca38f3216b6405d11e3d4b4/t/5cd77067c830251ea8301574/1557622902586/ComplexityInvesting_9.1.8_Aug19-1.pdf



nuestro WhatsApp a cada rato está intensamente asimilado en la rutina diaria de millones de personas. **La cultura** empresarial, el comportamiento de empleados y directivos cuando nadie los ve, es algo muy difícil de cambiar, para bien o para mal. La cultura de **innovación, adaptación y enfoque en el cliente** es clave para que la empresa perdure, pero difícil de conseguir si no se tiene.

Y ¿qué reflejo tienen las verdaderas ventajas competitivas, si es que estas lo son? Dos: **el poder sobre el precio y la lealtad del consumidor**. ¿Cómo detectar empresas de calidad? Buscando **satisfacción en clientes y empleados**. Consumidores enamorados de los productos, fieles seguidores de una marca, o empleados que parecen más apóstoles o comerciales que trabajadores.

Las empresas que consiguen ofrecer de forma recurrente productos y servicios más baratos, una selección de productos más amplia, un servicio al consumidor mejor o una compra más cómoda, sin importar las veces que haya que reinventar la empresa, consiguen **clientes más leales** y poder sobre el precio.



No sólo **la cultura** de las buenas empresas se suele infravalorar, pues los analistas no la pueden modelizar o medir, sino que **la lealtad** de los clientes tampoco recibe la importancia que merece. Un cliente leal es **mucho más valioso**, y el coste de sus compras recurrentes es mucho menor. Es más, es muy probable que te consiga nuevos clientes gratis. Pequeños cambios en la estimación de la lealtad de los suscriptores de **Netflix** pueden suponer que un usuario valga \$500 o \$1.000, así que es algo muy relevante en una tesis.

Y ¿cómo gestionar una empresa con clientes fieles a los que les aportas mucho más valor que lo que les cobras? ¿Subiendo el precio? Aquí es donde nosotros preferimos a las empresas que **no lo hacen** o que no lo suben tanto como podrían realmente. **Preferimos que una empresa crezca y perdure** a que **hipoteque su foso defensivo** exprimiendo al máximo al consumidor. Está claro que empresas como **Oracle o Bloomberg** gozan de ventaja por costes de cambio, pero en vez de continuar innovando y aportando valor al usuario, han subido tanto el precio año tras año que **incentivan la intensa búsqueda de alternativas**. Empresas como **Costco, Amazon o Charles Schwab**, todas en Numantia, son ejemplos de lo contrario.

¿De qué depende todo esto? **De las personas**, sobre todo de las personas al mando. Son ellos lo que en el día a día hacen **crecer o menguar** las ventajas competitivas, los que deciden abrazar una nueva innovación o caer en la complacencia, los que se centran en que la empresa **perdure** o en maximizar los beneficios contables del próximo trimestre. Son las personas las que, en definitiva, crean los **resultados financieros del futuro**, para bien o para mal. Por eso quise comenzar nuestra carta con la frase de **Ron Baron**, gestor al que admiro.



- **Cartera actual y movimientos:**

Ventas Inmobiliarias y de ocio

En los comienzos de la pandemia teníamos varias tesis de empresas terminadas en el sector inmobiliario y turístico, y en un primer lugar lo vimos como una oportunidad: invertimos en **InterContinental Hotels**, en los casinos de **MGM Growth Properties**, en los aeropuertos de **Aena**, o en **Amadeus y TransDigm**, además de tener exposición histórica en otras empresas afectadas como **Fairfax India, TITLIS, Rolls-Royce o Arcos Dorados**. En la mayoría de estas ideas hemos conseguido rentabilidad en la recuperación posterior a las caídas de marzo, pero nuestra opinión ha ido cambiando ante la nueva realidad. En los casos en los que el **apalancamiento operativo** se ha vuelto en nuestra contra, es obvio que la empresa no es tan resiliente como pensábamos. Si las pérdidas o la ausencia de ganancias duran uno, dos o tres años, **es obvio que la empresa vale menos hoy**, y que el riesgo financiero aumenta. Las caídas de precios **no siempre son oportunidades**, a veces son reflejo de realidades, como un futuro más incierto o menos brillante, y a veces una empresa puede estar más cara después de una caída de precio.



Otras inversiones inmobiliarias

Una de las características que nos atraía de empresas inmobiliarias como **MGM Growth** era su modelo “**Triple Net REIT**”, que quiere decir que todos los costes, incluyendo los seguros, impuestos y mantenimiento del edificio son también costeados por el inquilino. Esto normalmente supone alquileres algo más bajos, pero una **protección extra para el propietario**, y contratos más largos.

Es el caso de una nueva inversión de Numantia, **Fronsac REIT**, una empresa inmobiliaria canadiense de mucha calidad, creciendo a buen ritmo y que consideramos infravalorada. Durante los últimos 10 años la tasa de ocupación y el cobro de alquileres se ha mantenido en el **100%**, incluso durante la pandemia, pues la mayoría de sus inquilinos son considerados esenciales.

El resto de nuestras inversiones inmobiliarias comparten varias características: gozan de grandes cantidades de **activos durmientes** aún sin desarrollar ni producir beneficios, una contabilidad poco representativa, y dificultad en la valoración, con directivos en ocasiones poco transparentes. Son empresas “**get-rich-slow**”, para dejarlas a nuestros hijos y hacerse rico despacio, y creo que van a ser beneficiadas por esta situación, pues su modelo inmobiliario se basa en los espacios abiertos,



zonas verdes y viviendas unifamiliares. Es el caso de **Howard Hughes Corp, Five Point Holdings y St. Joe Company**. Howard Hughes quizá haya sido la más castigada, y con la mala suerte de tener su plan de reconstrucción a medio hacer, lo que obligó a hacer una ampliación de capital, pero la convicción en el valor de sus activos, con décadas de desarrollo inmobiliario por delante, es muy elevada.

Five Point y St. Joe son aún más opacas, es difícil conseguir información sobre el terreno sin descolgar el teléfono, pero si lo que buscamos es valor futuro, lo que



vemos es justo lo que queremos: hormigoneras, camiones, movimiento de tierras, y casas a medio construir³³.

En el caso de **St. Joe** creemos que se encuentra en un punto de inflexión durante 2021, donde empezará a ser obvio el valor. **St. Joe** es capaz de desarrollar una vivienda gastando \$50.000 y

venderla por \$100.000, rentabilidad sobre el capital incremental del **100%**, hacerlo con 1.700 casas al año, y continuar con ese ritmo de desarrollo en sus bastos terrenos **durante 100 años**, o durante 50 años al doble de ritmo. Si consiguen alcanzar ese ritmo en los próximos años, la valoración actual es realmente ridícula, cosa que los directivos aprovechan para **recomprar acciones**, haciendo escuetas presentaciones de una sola diapositiva. El riesgo, nada desdeñable, es su localización, azotada de forma periódica por desastres naturales.

En el caso de **Five Point** no existe ese problema, y creemos que con los desarrollos comerciales y de viviendas actuales, y con la evolución de los precios en California, **sus activos valen el doble**, si no el triple de la cotización actual. Las localizaciones son únicas y escasas. Construir ciudades nuevas lleva tiempo, pero una vez alcanzado el punto de inflexión en el desarrollo, el esfuerzo comienza a dar sus frutos.

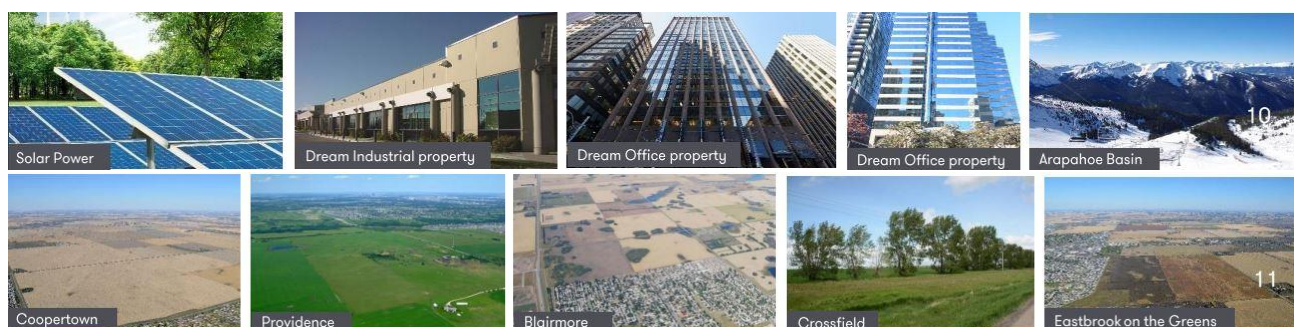


Otra inversión similar es **DREAM Unlimited**, una mezcla entre Howard Hughes y Brookfield Asset Management, versión canadiense. Lleva tiempo estudiar su estructura y valorar todos sus activos por separado, pero merece la pena. Muchos de

³³ <https://www.youtube.com/watch?v=iJe46j7Tc4k&t=1s>



sus **desarrollos inmobiliarios** comenzarán a aportar flujos recurrentes en **2023**. El negocio de **gestión de activos** crecerá con fuerza en los próximos 5 años, hasta el punto de valer la mitad de la cotización actual, y el balance está repleto de activos recogidos a un **valor muy inferior al real**, con un basto inventario de terrenos sin desarrollar. Como ejemplo, una reciente venta de terrenos en Calgary por \$175.000 cada acre figuraba en el balance a \$82.000 por acre. ¿Es este **la forma más barata de ser terrateniente** en Canadá? A un precio actual de 19 CAD por acción, me cuesta justificar una valoración conservadora de menos de 30 CAD, yendo de la mano de Michael Cooper, quien posee el 42% de la empresa.



Por alusiones, conviene hablar ahora de la principal posición de Numantia desde el inicio, **Brookfield Asset Management**, en la que mantenemos una elevada convicción, tanto en su calidad como en su infravaloración.

Para hacernos una idea, si descontamos de la cotización de **Brookfield** el valor de sus subsidiarias para quedarnos sólo con el negocio de gestión de activos, la cotización actual implica un múltiplo de **8 veces las comisiones** y el *carry* de los próximos 12 meses, bastante por debajo de sus competidores, e impropio de un negocio de calidad con beneficios recurrentes y en crecimiento.

Brookfield se beneficia enormemente del escenario actual de bajos tipos de interés e hiperendeudamiento de los Estados. Las **infraestructuras** de los países desarrollados, activos duraderos con flujos estables y protegidos contra la inflación, han estado históricamente en el balance de los Estados. Con su endeudamiento actual y la necesidad de mantenimiento y renovación, es inevitable que vayan pasando a manos privadas durante los próximos 20 años en todo el mundo. En los países en desarrollo, la falta de inversión privada y las oportunidades son gigantescas: torres de telecomunicaciones, cables de fibra óptica, autopistas, redes eléctricas, y un largo etcétera. **La escala, alcance y excelencia operativa de Brookfield** son una gran ventaja en este entorno.

Lo que le preocupa al mercado actualmente es la filial inmobiliaria, aunque supone sólo el **15% de mi estimación del valor razonable** de Brookfield. Los inmuebles de **Brookfield Properties** son de mucha calidad, pero es cierto que han sufrido con la pandemia y que la filial está muy endeudada, al tiempo que paga generosas



comisiones y dividendos a la matriz. Sin embargo hay razones para el **optimismo**. A pesar de la tendencia al teletrabajo, en los edificios de oficinas han observado recientemente un **aumento de la demanda**. ¿Cómo es posible? Precisamente por la situación actual, es necesario **más espacio por cada empleado** en las oficinas. Algunas empresas han instaurado el teletrabajo total, pero otras han tenido que ir ocupando espacio que tenían libre separando más a los empleados, y en otras sólo han vuelto un 40-50% de los empleados al trabajo presencial porque **no se dispone del espacio suficiente** para tener a todos los empleados presentes manteniendo las medidas de seguridad.

Por el lado de los **centros comerciales** la situación es más delicada, pero recordemos que se trata de miles de **metros cuadrados en zonas bien situadas** de las principales ciudades, son inmuebles de calidad, por lo que este escenario es una buena oportunidad para Brookfield de **renovar y actualizar el uso** de sus centros comerciales para hacerlo más mixto, convirtiéndolos en **miniciudades**.

Es mucho más probable que en los próximos 7 años nuestra inversión valga el doble o el triple a que valga la mitad, y la **alineación de intereses** con los directivos es total.

Por último, una empresa de desarrollo inmobiliario nueva en Numantia es **LGI**

Mundo Físico

Homes. Su ventaja competitiva es algo difícil de explicar, pues se basa en la cultura, en cada parte del proceso, en **muchos “pocos” que marcan la diferencia** y que nadie consigue replicar. Su excelencia en la ejecución es sorprendente. Se centran en el desarrollo y venta de **viviendas unifamiliares asequibles para los millennials** que compran su **primera casa**. Seleccionan con detalle y precisión nuevas zonas con déficit de oferta, construyen **casas estandarizadas** con la mejor relación calidad/precio de la zona, y las venden sin agentes **directas al consumidor** con todas las facilidades y un proceso sencillo. **Crecieron durante la crisis de 2008, crecieron durante la pandemia**, y todas sus casas están vendidas antes de empezar. Una empresa excelente con márgenes consistentemente mejores que la competencia y a una valoración razonable.

Empresa	Peso
Brookfield Asset + Partners Value	8,1%
Howard Hughes Corp/The	5,0%
St Joe Co/The	2,1%
Five Point Holdings LLC	2,0%
Texas Pacific Land Trust	1,9%
XPO Logistics Inc	1,9%
Cosan Ltd	1,8%
Ryman Healthcare Ltd	1,8%
Costco Wholesale Corp	1,5%
DREAM Unlimited Corp	1,4%
Waste Connections Inc	1,3%
Fondul Proprietatea SA	1,2%
LGI Homes Inc	1,1%
GFL Environmental Inc	1,1%
47040Watsco Inc	1,1%
Pool Corp	1,0%
Clarke Inc	0,5%
Fronsac Real Estate Investment	0,4%

TOTAL	35,2%
--------------	--------------



¿Qué más nos queda de explicar de nuestra cartera de átomos o del mundo físico? Seguimos muy contentos con nuestra inversión en las residencias para mayores de **Ryman Healthcare**, las infraestructuras de Rumanía, los planes de simplificación de la estructura de **Cosan**, los terrenos y royalties de **Texas Pacific**, los servicios logísticos de **XPO**, los camiones de recogida de basuras de **Waste Connections** y **GFL Environmental**, y con 3 empresas nuevas de la máxima calidad a todos los niveles: **Costco**, **Pool Corp** y **Watsco**.

Hay ejemplos muy esclarecedores de algunas de estas empresas sobre la importancia de la cultura corporativa, y sobre lo difícil que es cambiarla, para bien o para mal. En el caso de **Waste Connections**, merece la pena leer sobre los cambios que realizaron para reducir la rotación de los empleados³⁴. En palabras de Ron Mittelstaedt, director de **Waste Connections**: “Si tenemos un cáncer en nuestra cultura, hay que extirparlo.” Lo sé, podéis pasar horas tirando del hilo de las notas al pie de esta carta, pero merecen la pena.



El ejemplo de **Costco** es el más representativo de la importancia de la cultura³⁵ y la lealtad del consumidor, daría para escribir un libro para llegar a entenderlo. La estrategia de asignación de capital de la empresa siempre es la misma: **reinvertir en la relación con el cliente**. Es sorprendente cómo la **tesis**³⁶ del gran Nick Sleep de 2005 sigue vigente hoy en día, y cómo muchos inversores siguen sin entender el efecto contable de su estrategia a largo plazo.

En el caso de **Watsco**, el mayor distribuidor de equipos de aire acondicionado y calefacción de Estados Unidos, sorprenden los modestos sueldos de los directivos y el plan de compensación por acciones: los directivos sólo pueden disponer de las acciones que les corresponden **al jubilarse a los 65 años**, lo que incentiva la creación de valor de la empresa a muy largo plazo.

Por su parte, el legado cultural que dejó Manuel Perez de la Mesa³⁷ en **Pool Corp** todavía resuena en las decisiones de la empresa. Buscamos comportamientos que quedan **impregnados en todos los niveles** de la empresa para evitar la dependencia de unas pocas personas clave.

³⁴ <https://andvariassociates.com/the-cultural-component-to-10-bagger-returns-part-2>

³⁵ <https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/how-costcos-obsession-culture-drove-success>

³⁶ <https://janav.files.wordpress.com/2018/06/beautiful-investment-analysis.pdf>

³⁷ <https://hispanicexecutive.com/manuel-perez-de-la-mesa/>



Algunas ventas relevantes

Durante este periodo también hemos vendido empresas como **Markel, Bayer o Berkshire Hathaway**. Esta última merece una especial mención porque ha estado con nosotros desde el comienzo de la sociedad familiar en 2013, hace más de 7 años, pesando un 10% por aquel entonces. En 2015 escribí un artículo sobre ella: "[La acción más barata de Warren Buffett es Berkshire Hathaway](#)"³⁸. Durante estos 7 años la acción ha duplicado su precio, y la hemos considerado constantemente infravalorada. Durante los últimos 12 meses, sin embargo, han flaqueado varios puntos de la tesis. La principal razón de la venta ha sido la baja de la rentabilidad esperada a largo plazo del 8%-12% anual al **6%-10% anual**, que puede no parecer mucho pero la deja justo en nuestro mínimo exigido. Algunos de sus activos, tanto cotizados como no cotizados, han visto erosionadas ligeramente sus ventajas competitivas. La poca transparencia de Berkshire nos ha pesado más que de costumbre para mantener la convicción, no hemos entendido **algunas de las decisiones recientes** de gestión, tanto por parte de Buffett como de sus gestores más jóvenes, que son el futuro de Berkshire; y su **estructura y tamaño** actuales les dejan poca flexibilidad en este mundo tan cambiante. No creemos que sea una mala empresa ni que vaya a ir mal, estamos hablando de escoger entre un grupo que ya está formado por las mejores empresas del mundo y la mayoría a largo plazo lo va a hacer bien. Muchas de las que dejamos atrás lo harán igual o mejor que Numantia, pero debemos ser fieles al proceso.

También vendimos **Bayer el 17 de febrero de 2020 a 75,59€** por acción, tras soportar con calma un periodo de importantes polémicas. Es una decisión que despierta mucho interés, puede que mucha gente la lleve en cartera y quiera una reafirmación de su decisión, pero no estamos para satisfacer esa necesidad. **Vendimos por comparativa**. Tras añadir paulatinamente a Numantia empresas extraordinarias con una **excelencia en la gestión** admirable, los directivos de Bayer dejaban mucho que desear en comparación. Muchas partes del negocio, sobre todo la de medicamentos, no son fáciles de entender en profundidad, y el seguimiento de los juicios suponía una dedicación no acorde con su rentabilidad esperada a esos precios. A esos precios, en esa situación y con esos gestores el **abanico de posibles escenarios** negativos se ampliaba. Había que vender.

Con **JD.COM** la decisión fue algo más difícil, vendimos el 3 de marzo a \$43,5 por acción. Seguíamos manteniendo nuestra estimación del valor razonable en los **\$80** por acción, y mantuvimos nuestra inversión durante toda la polémica del CEO. Llegó a caer hasta los \$19.

JD.COM es una empresa excelente que seguirá aprovechándose del crecimiento de la **clase media en China**, y deslumbrando a sus clientes con la calidad de su servicio. Sus fuertes **inversiones logísticas** del pasado seguirán dando sus frutos, y su cultura empresarial permitirá que surjan varios negocios adyacentes muy rentables.

³⁸ <http://fosodefensivo.com/?p=196>



Durante el confinamiento en China los ciudadanos pusieron en valor las capacidades logísticas de JD, que recibieron varios reconocimientos oficiales. La acción se comportó muy bien mientras el resto del mercado se derrumbaba, así que lo aprovechamos para **reinvertir en oportunidades** que creíamos más rentables. A pesar de la subida de la acción posterior a nuestra venta hasta nuestro valor estimado de \$80 por acción, la rentabilidad conseguida con las alternativas lo compensa con creces. En la última reunión ya comentamos por qué creíamos que la ventaja, aunque fuerte, **se había erosionado** ligeramente frente a Alibaba, y que habíamos **perdido confianza** en el CEO, algo clave en las inversiones en China.

A nivel estratégico también nos preocupaba su enfoque en productos electrónicos y otros de **bajos márgenes**, centrados en un **público masculino** con compras menos frecuentes, que escriben menos críticas sobre productos y hacen menos recomendaciones a amigos y conocidos.

Por suerte, una de nuestras nuevas inversiones, **Sea Limited**, tiene una estrategia mucho mejor a ese respecto, cultivando hábitos más duraderos y consiguiendo una **cuota mental** más intensa en sus clientes. Además, su mercado objetivo, **el sudeste asiático**, tiene un futuro de crecimiento del comercio electrónico mucho mayor, y su población se encuentra en el punto de inflexión perfecto en cuanto a PIB per cápita para que despegue el consumo discrecional, una vez cubiertas las necesidades básicas.

Surcando la ola de la gestión indexada

En Numantia no creemos que la gestión indexada esté distorsionando los mecanismos de descubrimiento de precios del mercado, ni que alimente los precios de las empresas grandes a costa de las pequeñas. **Es una narrativa atractiva** y tentadora para un gestor de fondos, pero incorrecta³⁹. Hoy en día, la llamada gestión indexada supone un volumen de operaciones muy pequeño respecto del total, y consiguen con éxito aprovecharse del conocimiento generado por los gestores activos. Son gorriones eficaces, y de hecho su existencia permite una mayor actividad de vendedores en corto y un mercado más equilibrado. En realidad, un grupo muy pequeño de gestores activos inteligentes en competencia valdría para mantener un proceso de descubrimiento de precios en subasta bilateral que podría aprovechar el resto del mercado.

No es una estrategia libre de inconvenientes, y nosotros por supuesto preferimos ser dueños



³⁹ <https://www.youtube.com/watch?v=WvOpJh8mFk0>



de un pequeño grupo de empresas de calidad que conozcamos bien, saber lo que poseemos y por qué, pero **es una tendencia que aún puede continuar** por muchos años. Aún hay mucha **falsa gestión activa**, prácticamente fondos indexados pero con comisiones elevadas, y es muy probable que también **sobre mucha gestión activa**.

¿Cómo aprovecharnos de esa tendencia? Con nuestras inversiones en **S&P Global y Charles Schwab**. Charles Schwab ofrece cada vez más fondos indexados, algunos incluso con comisiones cero, y **S&P Global** crea los propios índices que se utilizan como referencia y que las gestoras replican, como el **S&P500 o el Dow Jones Industrial Average**, cobrando en función de los datos aportados y los activos bajo gestión, y consiguiendo **márgenes operativos de más del 60%**. Nuestra inversión en S&P Global se ha duplicado desde nuestra compra inicial en octubre de 2017 y seguimos pensando que es una inversión excelente. En la carta⁴⁰ de febrero de 2018 destacábamos el valor de su *pricing power* latente.

Menos átomos, más bytes.

La inversión más reciente del mundo digital, aún una posición pequeña es **Nintendo**. Es la primera vez que confiamos en gestores japoneses, pues no nos suele gustar su cultura empresarial. Ha costado vencer algunos de los sesgos que teníamos contra **Nintendo**, y es una tesis que requiere tiempo⁴¹, pero esperamos que consigan monetizar la **nostalgia**⁴² de su valiosa propiedad intelectual durante los próximos años.

Spotify es reciente pero ha conseguido un peso importante en la cartera. Es una tesis en la que no puede faltar una mención a la excelente presentación⁴³ de **Javier Acción** en el evento de Value Investing FM de febrero y también a la carta de **Coho Capital**⁴⁴.

Mundo Digital

Empresa	Peso
Facebook Inc	5,1%
Amazon.com Inc	5,0%
MicroStrategy Inc	3,8%
Spotify Technology SA	3,8%
Naspers Ltd	2,8%
SoftBank Group Corp	2,3%
Cardlytics Inc	2,0%
Sea Ltd	2,0%
Roper Technologies Inc	1,8%
Takeaway.com NV	1,4%
Square Inc	1,1%
Carvana Co	0,9%
Nintendo Co Ltd	0,9%
TOTAL	33,0%

⁴⁰

<https://onedrive.live.com/?authkey=%21AlzI9MIbsgyRvcl&cid=9BC439E44CC7FB2D&id=9BC439E44CC7FB2D%213620&parId=9BC439E44CC7FB2D%21140&o=OneUp>

⁴¹ Sólo esta tesis de inversión resumida tiene 70 páginas:

https://drive.google.com/viewerng/viewer?url=https://gallery.mailchimp.com/f5064af0f6e5340816e525710/files/ce57076f-3ee7-4dc1-82a6-ac476fc9d258/2018_Annual_Letter_Nintendo.pdf&wmode=opaque

⁴² <https://intrinsicinvesting.com/2020/07/14/nintendo-capitalizing-on-nostalgia/>

⁴³ En la que podréis verme haciendo preguntas al final: <https://www.youtube.com/watch?v=Ql34S8fryls&t=1s>

⁴⁴ https://www.dropbox.com/sh/imqj7tk724xp7n/AAB1u8DA3Um08fL_jC2IDKuPa?dl=0&preview=Coho+Capital+2020+Q2+Letter.pdf



Obviamente hemos hecho nuestros deberes para ganar convicción y tenemos nuestra propia opinión sobre algunos matices de la tesis, pero el mérito es de ellos.

Sí quería detenerme brevemente en **Takeaway y en MicroStrategy**.

Just Eat Takaway (JET) es una plataforma de comida a domicilio. Ha sido muy beneficiada por la pandemia, pero a la adopción del pedido online aún le queda mucho por delante. La **experiencia para el consumidor es mucho mejor** que la llamada por teléfono y el pago en efectivo, por la selección y la comodidad.

La palabra **plataforma** es la clave de la tesis. En este sector hay dos modelos de negocio: **las plataformas, y los servicios de entrega a domicilio**. Tengo el convencimiento de que el modelo de **JET** es el único atractivo y rentable a largo plazo. Las plataformas son las que **agregan la oferta y la demanda**, los clientes y los restaurantes, creando un claro **efecto red**.

Es cierto que no es una red tan fuerte como puede ser la de **Facebook**, pues el efecto es **local por naturaleza**, ciudad por ciudad, país por país, pero la **propuesta de valor** es muy atractiva para ambas partes. El cliente quiere el mayor abanico de opciones sin tener docenas de Apps instaladas, y para el restaurante **cada venta incremental** supone un gran beneficio debido a sus costes fijos.



JET es el líder absoluto en Holanda, y su estrategia de adquisiciones lo he convertido también en el **líder de Alemania y de Reino Unido**. Es como una **colección de monopolios** con mucho por crecer. Sólo el 10% del total de personas en su radio de acción usan el servicio.

Como digo, la clave está en el modelo de plataforma, sin ocuparse del servicio de entrega a domicilio. **JET cobra un 14%** del total del pedido, al ser este muy valioso para el restaurante por su estructura de costes. De esa comisión, **JET** consigue unos increíbles márgenes brutos del 65%

gracias a sus economías de escala.

Esto es posible si y sólo si eres la plataforma líder de un mercado y no te ocupas de la entrega a domicilio. **El vencedor se lo lleva todo**, o nadie se acaba llevando nada.

Existen empresas como **Glovo, Deliveroo o Uber Eats** que se centran en la **entrega a domicilio**, prometiendo a sus inversores futuras economías de escala que alivien las importantes pérdidas que acumulan. Es muy improbable que esas promesas se vean cumplidas. El servicio de entrega a domicilio **es un coste puramente variable**: más pedidos, más viajes, más motoristas. Aunque se intenten optimizar las rutas con inteligencia artificial, el cliente quiere su pedido rápido, poco se puede hacer.

En los próximos 7 años, es muy probable que consigamos duplicar nuestra inversión en **JET**.



Y por último, **MicroStrategy** es una tesis de inversión bastante peculiar. Como hemos explicado anteriormente, una de las ventajas competitivas que se están fortaleciendo son los **costes de cambio de las nuevas herramientas de trabajo en la nube**, pautas de comportamiento duraderas que se están desarrollando ahora en estas herramientas de software que se vuelven indispensables para las empresas en su día a día.

La pandemia ha acelerado su adopción, especialmente de productos como los de **MicroStrategy** que tratan de ofrecer a las empresas con su software información relevante a partir del análisis de sus datos para **facilitar la toma de decisiones inteligentes** y el aumento de la productividad.

Además, hemos invertido en la empresa en un muy buen momento, por dos motivos:

- Por un lado, los confinamientos y el teletrabajo han supuesto una oportunidad para **virtualizar completamente su departamento de ventas**, sustituyendo los viajes en avión y las largas reuniones por videoconferencias. La estructura de costes de la empresa se ha vuelto mucho más eficiente y ahora son capaces de seguir creciendo al tiempo que reducen los costes y **mejoran los márgenes**.
- La empresa se encuentra en una **transición de su modelo** de licencias perpetuas y soporte a un modelo de **suscripción en la nube**. Ya hemos observado en otras ocasiones cómo estas transiciones impactan negativamente en la contabilidad durante un tiempo, para consiguen a largo plazo unas **ventas más recurrentes** y con mejores márgenes.

Debido a esas circunstancias, **la contabilidad actual es mucho peor** que la esperamos que presente en 2021 y en los años siguientes. Esperamos que el beneficio operativo de 2021 sea de **\$80 millones** y que continúe creciendo. Descontando la tesorería de \$550 millones, y a una capitalización de \$1.400 millones, estamos pagando **11 veces** los beneficios operativos de 2021 por un negocio de software creciente con herramientas muy valiosas para las grandes empresas. Es obvio que la empresa también opina que sus acciones se encuentran infravaloradas, y recientemente hizo una **recompra de acciones**. ¿Qué hizo con el resto de la tesorería no necesaria para el día a día del negocio? Invertir en la mejor reserva de valor de la que disponemos actualmente: **Bitcoin**.

El CEO de MicroStrategy, **Michael Saylor**, enfrenta los problemas partiendo de los **principios fundamentales**, y siempre pensando en que la empresa **perdure**. En los años 90, fue la primera empresa de software que salió a bolsa con una estructura dual de acciones, con diferentes derechos de voto, para que él mantuviera el control, pensando en el muy largo plazo. Fue difícil, pero clave para que durante toda su historia la empresa no fuese adquirida ni cambiase su CEO.

Michael controla la empresa a través de su Holding, **Alcantara LLC**. ¿De dónde viene el nombre? Curiosamente de España, del puente romano de Alcántara, en Cáceres. El puente



lleva 2.000 años en pie, y en un templo romano en uno de sus extremos puede leerse la inscripción de su arquitecto: **“Este puente está destinado a durar por siempre en los siglos del mundo, lo hizo Lacer, famoso por su divino arte.”** Sin duda una inspiración para los que buscan que el fruto de su trabajo sea imperecedero. Con esa visión gestiona



Michael MicroStrategy, y con esa visión realizó su inversión en Bitcoin, no para vender mañana, sino para **proteger el valor de los accionistas durante décadas.**

Esto quiere decir que **Numantia posee indirectamente 11,5 Bitcoin**, alrededor del **1%** del patrimonio. Creemos que es una buena protección, un seguro en forma de **oro digital**, una semilla para el futuro.

Bitcoin no es fácil de entender, normalmente hace falta un amigo pesado y polímata que te empuje a **entrar en la madriguera**. Luego son necesarios varios meses de estudio y asimilación, cosa que en realidad nunca acaba, en disciplinas que pocas veces están conectadas: **Sistemas informáticos**, redes distribuidas y programación, **teoría monetaria** e historia del dinero, **criptografía** y matemáticas, economía y **teoría de juegos**. Creo que tenemos una importante ventaja de análisis en este sentido, y la convicción en el futuro de Bitcoin es muy elevada.

Bitcoin es un protocolo que compite por la base monetaria de los bancos centrales y el sistema internacional de liquidación, es un Libro Mayor de contabilidad distribuido e increíblemente **seguro e inmutable**, cincelado con pura energía, que permite atesorar y transferir valor. Es **el activo más escaso**, superior al oro en casi todos los aspectos, y el **sistema más antifrágil** que he estudiado hasta la fecha. **No tiene competencia**. Responde a las condiciones de su entorno para protegerse a sí mismo, y se vuelve más fuerte si intentas atacarlo. Su adopción, aunque sólo sea como reserva de valor durante una generación, ofrece una relación **rentabilidad/riesgo muy asimétrica** que aporta una interesante opcionalidad a Numantia. Cada vez estamos más convencidos de que **la exposición incorrecta a Bitcoin es cero**, y pensando en los partícipes y en los hijos de los partícipes, es una decisión prudente. Reduce el riesgo de Numantia.

El **resto de las empresas** del fondo fuera de las categorías “física” o “digital”, por considerarlas especialmente idiosincráticas, son las siguientes:





Empresa	Peso
Sandstorm Gold + Abitibi + Golden \	5,7%
Tesla Inc	3,1%
S&P Global Inc	3,0%
Charles Schwab Corp/The	2,9%
Financiere de L´Odet	2,9%
Preferentes Fannie Mae y Freddie M	2,7%
46380SoftBank Group Corp	2,3%
Eurofins Scientific SE	2,0%
PSG Group Ltd	1,6%
Pargesa Holding SA	1,6%
Stadio Holdings Ltd	1,5%
Newmark Group Inc	1,3%
Walt Disney Co/The	1,2%
Georgia Capital PLC	1,2%
Wendel SA	1,1%
TOTAL	34,1%

Eventos destacados del periodo:

- Webinar en Rankia de enero de 2020:
https://www.youtube.com/watch?v=1YzXe_hjc7I&t=92s
- 1ª Reunión 2018: <https://www.youtube.com/watch?v=VwG94cGgmJw&t=1s>
- 2ª Reunión 2019: https://www.youtube.com/watch?v=3Yb_iXfl3GU&t=10s
- Tesis de Tesla marzo 2020:
<https://www.youtube.com/watch?v=1w9MZDwe9ho&t=5s> y aclaraciones finales:
<https://www.youtube.com/watch?v=s-OTuhOJQXA&t=1s>
- Entrevista Abril 2020 Alfa Positivo: Negocios Excelentes, la Mejor Protección Ante Cualquier Escenario <https://www.youtube.com/watch?v=MB8hz1ebC34&t=1s>
- ¿PUEDEN SUBIR MÁS LAS EMPRESAS TECNOLÓGICAS EN BOLSA?   Finect Talks con Emérito Quintana: https://www.youtube.com/watch?v=gRnWVkJ_SJtg&t=1s
- Conversaciones con Emérito Quintana ZonaValue TV:
<https://zonavalue.com/zonavalue-tv/conversaciones-con-emerito-quintana>



Comentario final:

La duración de las ventajas competitivas del pasado se acorta, así que nos centramos en tesis descritas de forma más genérica pero que creemos ciertas, aprovechadas por gestores hábiles: crecimiento de las infraestructuras, envejecimiento de la población, crecimiento de la clase media, avance del comercio electrónico y la publicidad digital, etc.

La pasión por la inversión proviene de querer aprender algo nuevo cada día, mantener la mente abierta y la tensión intelectual alta. Requiere cultivar la habilidad para repensar y desaprender.

Nada mejor para ello que ser joven y curioso, y que te apasione lo que haces. La juventud no siempre será posible de mantener, pero procuraré a lo largo de la vida de Numantia **mantenerme rodeado de gente joven y brillante**⁴⁵. Parte de mi trabajo es detectar la excelencia en las empresas y en las personas, así que espero que no sea difícil. Es la mejor forma de seguir aprendiendo, descubrir pronto las nuevas tendencias y tener el futuro de nuestro lado. Los jóvenes tienen energía, ideas, la mente abierta, y lo más importante: **son los consumidores del futuro**.

GRACIAS,

Emérito Quintana.



Numantia
Patrimonio Global



Contacto:

info@numantiapatrimonio.com

[@foso_defensivo](#)

⁴⁵ Fuertemente influenciado por James Anderson y Will Danoff <https://www.barrons.com/articles/fidelitys-will-danoff-looks-back-on-30-years-at-contrafund-51601679688>