



CARTA ANUAL 2022



Numantia

Patrimonio Global

"Emérito, encantado de conocerte, estamos orgullosos de teneros como accionistas."

John Baker II, FRP Holdings.

Contenido:

- Resultado desde inicio p.2
- Comentario General y Filosofía..... p.3
- Plan de reducción de comisiones..... p.9
- Plan de Pensiones p.9
- Cartera actual, movimientos y errores p.10
- Gestoras de activos p.16
- FRP Holdings p.19
- Tesla p.21
- Meta Platforms p.25





- **Resultado desde inicio:**

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

02/07/2017 - 27/11/2022

1m 3m 6m Año 1a 3a 5a 10a Máx

● Renta 4 Multigestión Numantia Patrimonio Global FI : 16.68K



Rentabilidades desde 02/07/2017 hasta 27/11/2022 (ya **descuentan comisiones y gastos**):

Desde inicio ¹ (02/07/2017)	2017	2018	2019	2020	2021	2022 YTD
+62,6%	+6,4%	-15,6%	+39,1%	+24,9%	+27,4%	-18,2%

Estimado Numantino,

La rentabilidad de Numantia en **2021** fue del **+27,4%**, y la rentabilidad en lo que llevamos de **2022**, es del **-18,2%**. La rentabilidad acumulada desde el inicio en julio de 2017 es del **+62,6%**², lo que supone una tasa compuesta del **9,6% anual**.

El **objetivo** de Numantia es el mismo que teníamos cuando creamos la sociedad familiar en 2013: **preservar y hacer crecer el patrimonio a largo plazo**. Lo intentamos conseguir **siendo propietarios de un pequeño grupo de empresas**, aunque también tenemos flexibilidad para invertir en **renta fija** si lo consideramos adecuado para conseguir ese objetivo.

¹ El valor liquidativo comienza en 9,32€ por participación el 02/07/2017

² +160% incluyendo la rentabilidad de la sociedad familiar desde septiembre de 2013, 11,2% anual compuesto.

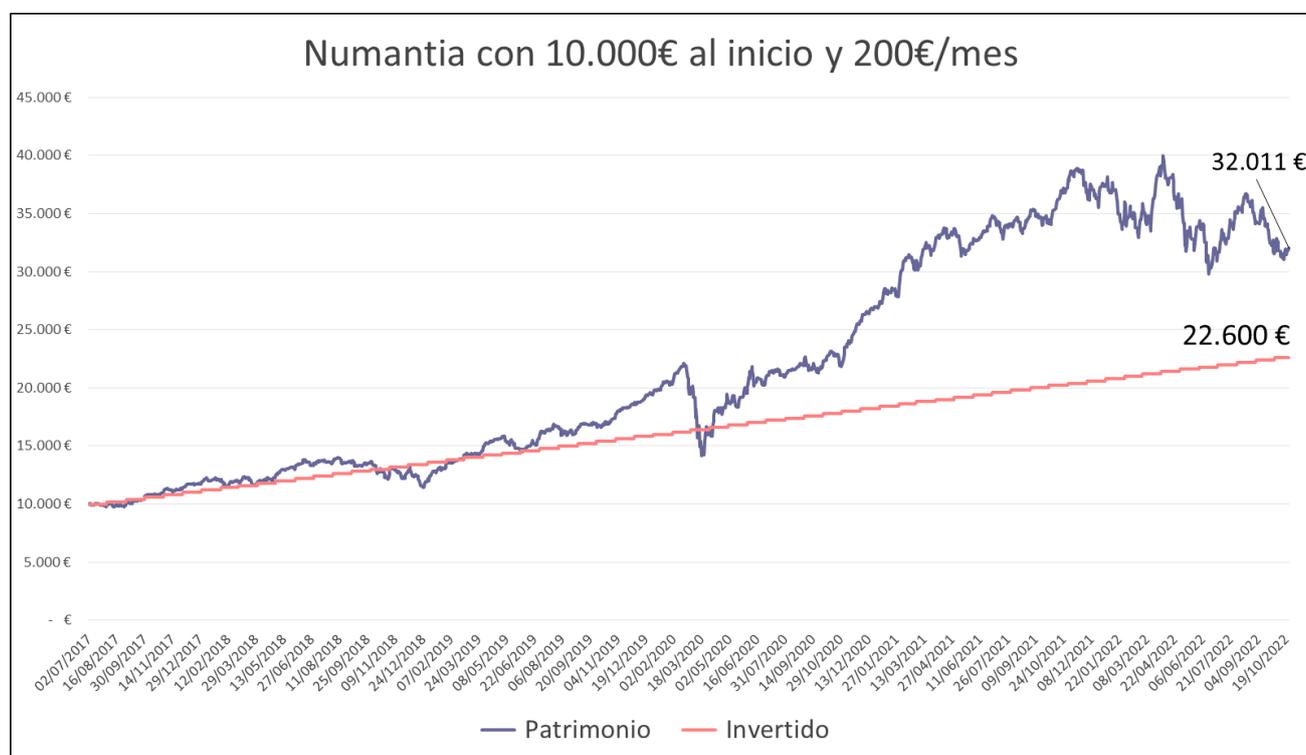


Las cartas anuales como esta sirven para **explicar a los partícipes nuestro proceso de inversión, las decisiones tomadas y las tesis de inversión de empresas concretas.**

Comentario General y Filosofía:

Numantia ha superado sus **primeros 5 años** de existencia, y pronto se cumplirán 10 años desde que se creó la sociedad familiar que fue el origen de Numantia. A pesar de las caídas recientes del valor liquidativo, estamos en el rango de rentabilidad anualizada después de comisiones que les exigimos a la mayoría de nuestras tesis a largo plazo, de entre un 8 y un 12% anual compuesto.

Me gusta observar que muchos partícipes usamos Numantia como nuestro vehículo de ahorro para hacer **aportaciones periódicas** mes a mes, así que me ha parecido interesante simular el resultado de esta estrategia de ahorro sistemático desde el inicio:



Sin duda es **una de las mejores formas de cultivar la disciplina de ahorro** y de ir construyendo un patrimonio casi sin darnos cuenta. No es moco de pavo triplicar el patrimonio inicial en 5 años gracias a un **esfuerzo continuo sumado a la evolución del fondo.**

Psicológicamente es de gran ayuda aportar mes a mes al margen de emociones y noticias: cuando las cosas van bien aumenta el valor invertido, y cuando van mal aumenta el número de participaciones que podemos comprar cada mes. Lo importante es **que las caídas no se deban a pérdidas de valor permanentes por haber cometido errores**, y que sigamos comprando buenas empresas a buenos precios para crear valor con el paso de los años.



Por su parte, el **comportamiento del partícipe es igual de importante**; de poco sirve la buena evolución del fondo si se pierde la perspectiva patrimonial y se compra y vende de un año para otro impulsado por emociones. En ese sentido **el comportamiento de los numantinos está siendo ejemplar**. Por mi parte intento explicar con transparencia las tesis de inversión en cartas y reuniones para **entender lo mejor posible nuestra pequeña colección de empresas** y que así sea más fácil mantener la convicción a largo plazo.

Pero **¿qué es el largo plazo?** Como explicábamos en la anterior carta³: *“Es el tiempo que hace falta para que el resultado de nuestra inversión **dependa más de la evolución del negocio que del vaivén de expectativas** de los inversores. Así de simple. Por eso la rentabilidad del fondo en un año concreto es tan impredecible como irrelevante.”*

A partir de los 5 años suele empezar a pesar más la **evolución del negocio subyacente**, pero no siempre es así por el **elevado peso que tiene el valor terminal** (el valor actual de los flujos del año 10 en adelante), como explicábamos en la carta de 2019⁴, y por el **agresivo vaivén que pueden tener las expectativas** de los inversores. También puede ocurrir que en esos 5 años nos demos cuenta de que la tesis de inversión fue un error.

Un ejemplo extremo sería **Meta Platforms**: los ingresos se han multiplicado por 4 desde 2016, y sin embargo la cotización es la misma 6 años después. Han ganado mucho dinero por el camino, pero los inversores han pasado de ser optimistas con el futuro de la empresa en 2016 a muy pesimistas en 2022, el tiempo dirá si con razón o no.

Pongamos el **ejemplo de un bono** para que se entienda mejor. Un bono de **1.000.000€ de nominal con un cupón del 5% que compramos en 2022 por 500.000€ y vence en 2042**.

Bien, hemos comprado el bono por la mitad de su valor nominal, así que la **Tasa Interna de Rentabilidad (TIR)** a vencimiento, si cobramos todos los cupones y nos devuelven el millón en 2042 será del **11%**. Nada mal. Veamos la evolución de la cotización del bono durante ese tiempo:



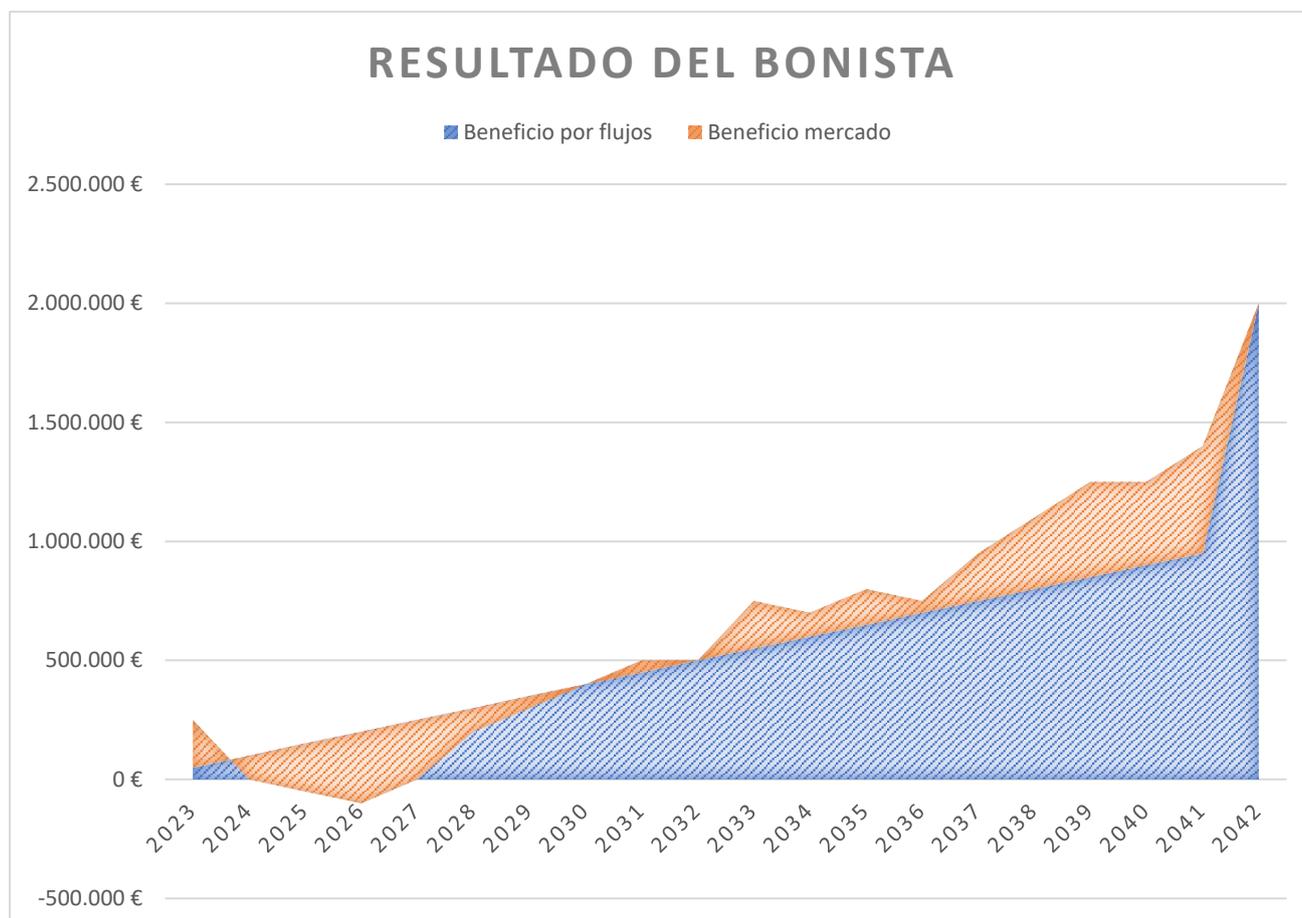
³

<https://onedrive.live.com/?authkey=%21AA6N0CdOJS0GRml&cid=9BC439E44CC7FB2D&id=9BC439E44CC7FB2D%2117970&parId=9BC439E44CC7FB2D%21140&o=OneUp>

⁴ <https://onedrive.live.com/?authkey=%21ACwHS9kwNnthocA&cid=9BC439E44CC7FB2D&id=9BC439E44CC7FB2D%215776&parId=9BC439E44CC7FB2D%21140&o=OneUp>



En 2023 subió la cotización, pero luego sufrió una fuerte caída; los inversores dudaban de la capacidad de la empresa para devolver el dinero y una recesión centró sus miedos en el corto plazo: “yo estoy preocupado ahora, de poco me vale ese millón de 2042.” Veamos el resultado de un inversor que comprase en 50 y que acertase con la capacidad de pago de la empresa, cobrando 50.000€ de cupón cada año y recuperando 1.000.000€ a vencimiento:



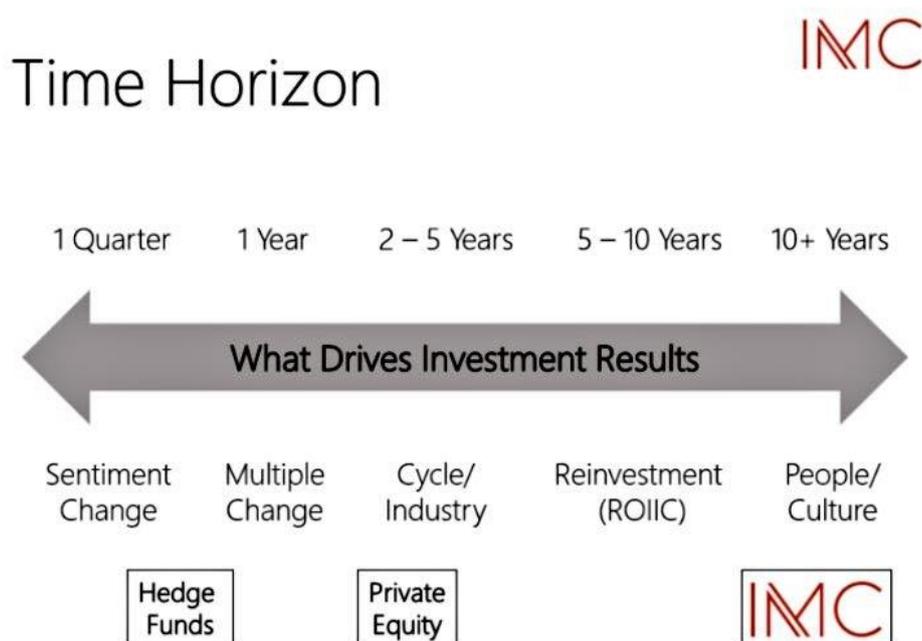
Vemos que, en 2027, 5 años después de su inversión, los beneficios del bonista son cercanos a cero, sigue con su medio millón, **los cupones que ha ido cobrando se compensan con las pérdidas latentes** que acarrea.

Con el paso de los años la cotización se recupera, pues empieza a estar más claro que el millón se pagará, y que se pagará pronto. **Los cupones que se han ido cobrando explican la mayoría de la rentabilidad acumulada**, y aunque la cotización oscile, la rentabilidad anual desde el inicio ya está en un rango aceptable. Podemos observar también que **la rentabilidad a vencimiento se ha conseguido al margen de que el mercado “reconozca” ningún valor**, al margen de sus expectativas. Se ha conseguido con el cobro de los cupones y del nominal con el paso del tiempo, no especulando con el sentimiento del mercado.

En este ejemplo, el millón trata de simular el valor terminal de una empresa. Es un factor muy importante, **es clave que la empresa perdure y prospere** para conseguir una buena



rentabilidad, **de ahí mi empeño por analizar las ventajas competitivas, las oportunidades de crecimiento y las culturas corporativas**. Son los aspectos que determinan el resultado en el largo plazo. El resto consiste en tener paciencia al margen del ruido del mercado, para que ese futuro que hemos estimado efectivamente llegue. Invertir es similar a vigilar unos árboles frutales mientras crecen.



Sobre la situación actual del mercado en general poco tengo que decir porque **no somos accionistas del mercado sino de un pequeño grupo de empresas** en las que las 10 primeras suponen la mitad de nuestro patrimonio. Vuestro enfoque de largo plazo **me libera de la tentación de ser “macroeconomista”**.

No sé lo que harán los índices en los próximos 12 meses, no sé si la Reserva Federal se ha pasado o se ha quedado corta con sus políticas, y no puedo anticipar el futuro de la economía con unas cuantas estadísticas agregadas por la misma razón por la que los bancos centrales no pueden coordinar la sociedad: porque **la planificación central no funciona**.

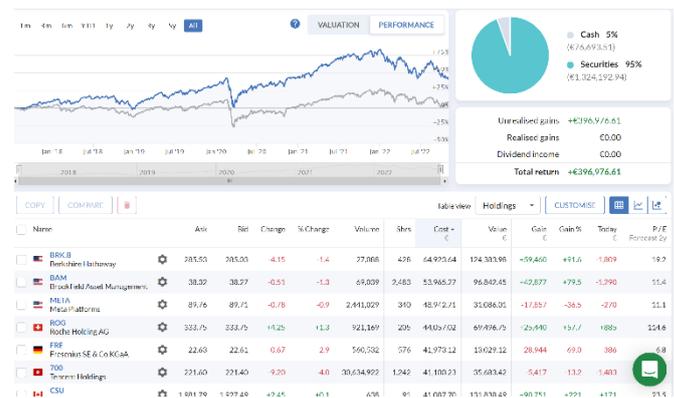
También es peligroso tratar de **razonar por analogía**, usando ejemplos del pasado. “En los años 70 ocurrió esto”, “En otras épocas cuando la inflación y los tipos hicieron esto, pasó esto otro”, “la bolsa suele subir desde que se entra oficialmente en recesión hasta que se sale.” Aunque las leyes económicas son siempre las mismas, la situación siempre es diferente.

Como asesor, mi obligación es **seguir aprendiendo** y acumulando conocimientos para entender mejor los negocios concretos en los que invertimos, hacer estimaciones más acertadas, descubrir errores que estemos cometiendo, cambiar de opinión, encontrar nuevas oportunidades y explicarlo todo a los partícipes.



De momento ese proceso de aprendizaje continuo y revisión de la cartera parece que ha aportado valor. **No di con la cartera perfecta para los siguientes 40 años en 2017**, y los cambios parece que han sido para bien, pues la rentabilidad acumulada y libre de comisiones que habría tenido la cartera inicial sin cambios es aceptable (+40%) pero inferior al +62% después de comisiones que hemos conseguido:

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



8

Lo que sí es cierto es que **estos 5 años han sido un verdadero campo de minas** en el mundo de la inversión, por lo que ha sido especialmente importante mantener la disciplina de análisis y valoración. Tanto si hubiésemos invertido en empresas innovadoras de software de alto crecimiento como en empresas industriales mediocres aparentemente baratas podríamos estar perdiendo dinero a 5 años. **No somos inversores en múltiplos bajos ni inversores en crecimiento, somos propietarios de buenos negocios a buen precio.** Hemos analizado y descartado estos años muchas empresas sin la calidad suficiente o que no entendíamos, y también buenos negocios cuyos precios no tenían sentido, evitando muchos errores.

Si hubiéramos invertido en el **IBEX-35** hace 5 años estaríamos perdiendo dinero, aún incluyendo los dividendos. Si hubiéramos invertido en un **índice del mercado alemán, chino o de mercados emergentes** en general, también estaríamos en negativo. Con la **deuda pública europea y americana** y empresas seguras como **Unilever o SGS** ha ocurrido igual.

El caso de la renta fija es relevante porque **todos estos años nos hemos resistido a invertir en renta fija** por su elevada valoración, que llegaba al absurdo en el caso de la deuda pública de larga duración. Aunque tenemos flexibilidad para invertir en renta fija, **no tenía ningún sentido económico invertir a TIR nominal negativa**, ni para diversificar ni para nada. Ahora las cosas han cambiado y empieza a haber oportunidades interesantes, no sería descabellado ver algún bono en cartera.

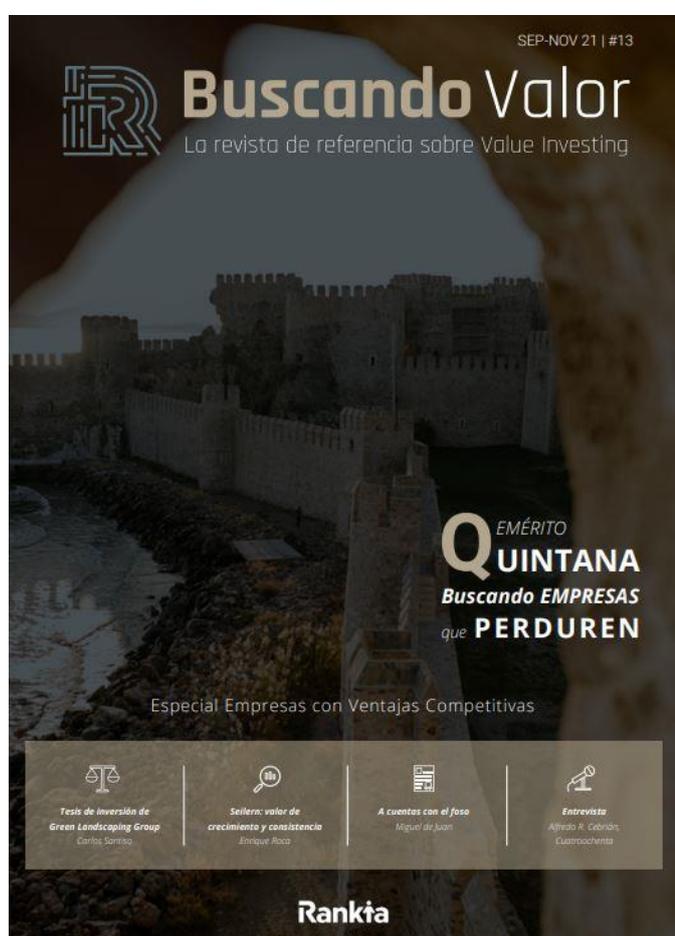
Por su parte el sector más beneficiado en el último año ha sido el de la energía y materias primas, en el que tenemos una exposición reducida. Cada año será un sector distinto, pero el objetivo es que Numantia pueda ser el único fondo que tenga una persona y estar



suficientemente diversificado, no ser un fondo sectorial o temático en el que las rentabilidades son flor de un día.

A pesar de la incertidumbre, hay algunas **cosas de las que podemos estar seguros**: el mercado siempre será volátil, los pánicos y las euforias no durarán para siempre, seguiré cometiendo errores y teniendo aciertos, y seguiremos buscando empresas que perduren a precios razonables.

En cuanto a la **filosofía**, cada año intento resumirla de forma distinta, pero al final son **4 cosas de sentido común**: entender la inversión desde un **enfoque empresarial**, buscar **ventajas competitivas duraderas**, **directivos** con talento y perspectiva a largo plazo, y **precios razonables**.



A este respecto me gustaría volver a recomendar la lectura de la edición de la revista Buscando Valor en la que se encuentra mi artículo **“Buscando empresas que perduren”**, que podéis descargar aquí: [Revista-13-Buscando-Valor-Septiembre-Noviembre-2021.pdf](https://rankia.s3.amazonaws.com/Revista-13-Buscando-Valor-Septiembre-Noviembre-2021.pdf) (rankia.s3.amazonaws.com)

Y dos charlas que he tenido a lo largo del año, una en el canal de Píldoras de Conocimiento: [Inversión DEFENSIVA con Emérito Quintana y Luis Miguel Ortiz](#) y otra en el canal Los Locos de Wall Street: [Inversión en Calidad](#) - Charlando con Emérito Quintana

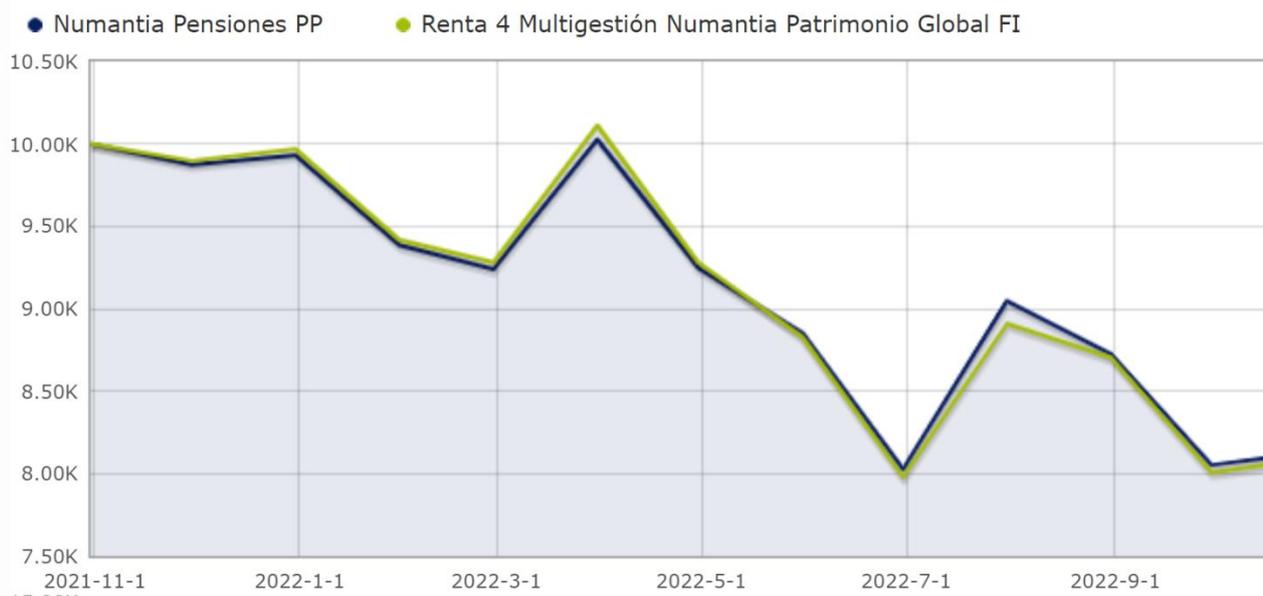


En cualquier caso, lo mejor para entender la filosofía de inversión del fondo es viendo el proceso de inversión con **ejemplos concretos**, como veremos enseguida.



Plan de pensiones

Desde octubre de 2021 se pueden hacer aportaciones y traspasos a **Numantia Pensiones PP**, un Plan de Pensiones con la **misma cartera y comisión** de gestión que Numantia, pero con las condiciones y **restricciones de liquidez** que caracterizan a todos los Planes de Pensiones. De momento es posible contratar a través de Renta 4 y de MyInvestor.



Es un vehículo de naturaleza fiscal distinta, pero con el mismo objetivo que Numantia, y con la misma cartera.

Mi intención es tener una única estrategia, así que seguirá habiendo un único fondo de inversión y un único plan de pensiones. Para mí lo importante es que alguien que esté haciendo aportaciones periódicas para su jubilación o para la educación de sus hijos **tenga la tranquilidad de saber que dentro de 10 años podrá seguir haciendo aportaciones** al mismo fondo, sin cambios.

- **Plan de reducción de comisiones:**

En **febrero de 2019** la comisión de gestión bajó **del 2% al 1,75%** anual al superar los 3M€ bajo gestión. En **febrero de 2021** la comisión de gestión bajó **del 1,75% al 1,5%** anual al superar los 15M€ bajo gestión.

Al consolidarse el patrimonio por encima de los 50 millones **recomendé a la gestora la bajada al 1,25% anual**, tanto para el fondo como para el plan, la cual **todavía no se ha**



aplicado. Mi intención es que ambos vehículos tengan siempre la misma cartera y comisión, pero el plan de pensiones tiene costes más elevados y aún es pequeño para soportar esa bajada.

Seguiré recomendando la bajada de comisiones a la gestora, y si el plan de pensiones sigue haciendo de factor limitante recomendaré que se baje sólo la del fondo, pero mi intención es cumplir ambas cosas.

Invirtiendo con intermediarios como **Zona Value**, que devuelven parte de la comisión, ya se puede invertir en Numantia con una **comisión efectiva del 1,28%**⁵, pero me interesa que me contéis vuestra experiencia con ellos y con el resto de los intermediarios, para saber qué tal funcionan y en qué se puede mejorar.

Podéis comentarme tanto lo bueno como lo malo de la experiencia con distintas plataformas a través del email info@numantiapatrimonio.com . La más reciente en permitir el acceso al fondo ha sido **Openbank**.

No hay comisión de suscripción, ni de éxito, ni de reembolso.

- **Cartera actual, movimientos y errores:**

Empresa	%
FRP Holdings Inc	8,3
Brookfield Asset Management In	8,0
Tesla Inc	7,9
Markel Corp	6,6
Howard Hughes Corp/The	5,2
Bollore SA	4,7
Amazon.com Inc	4,6
Facebook Inc	4,1
JBG SMITH Properties	4,1
Apollo Global Management Inc	3,9
Fairfax Financial Holdings Ltd	3,7
Canadian Natural Resources Ltd	3,1
DREAM Unlimited Corp	3,0
Fluidra SA	2,8

Empresa	%
Ryman Healthcare Ltd	2,5
Pure Cycle Corp	2,5
St Joe Co/The	2,5
Spotify Technology SA	2,4
S&P Global Inc	2,2
Floor & Decor Holdings Inc	2,2
Christian Dior SE	2,2
Nintendo Co Ltd	2,2
KKR & Co Inc	2,1
Vidrala SA	1,8
Pershing Square Holdings, Ltd.	1,5
Service Corporation International	1,5
Watsco, Inc.	1,5
Red Rock Resorts Inc	1,5

⁵ [Ahorra 14,67% en la comisión de gestión del fondo Numantia Patrimonio Global - Zonavalue Club](#)



2 errores de peso:

Analizando el último año creo que he cometido al menos 2 errores en cuanto al peso de empresas en cartera, al margen de la rentabilidad conseguida. De hecho, en una de ellas conseguimos una importante plusvalía; es el caso de **Tellurian Inc.**

Tellurian Inc tiene un proyecto de construcción de infraestructuras de licuefacción de gas natural en la costa de Estados Unidos. **Era una tesis arriesgada, pero con mucho potencial, en la que había que tener paciencia.**

El peso en cartera era reducido, pero la acción se revalorizó con fuerza en abril y mayo de 2022, al tiempo que aumentaba mi intranquilidad sobre los contratos, la financiación y otras **banderas amarillas** que iba descubriendo en la tesis. La investigación en paralelo de **Martí Alonso** me fue muy útil y afianzó mis preocupaciones. El peso en cartera era elevado y vendimos con una importante plusvalía. Nuestras preocupaciones han sido cada vez más evidentes para el mercado y desde entonces la cotización ha caído más de un 50%. “Qué alivio y qué acierto” dirían algunos, pero, **a pesar de la plusvalía conseguida, fue un error** dejar que una empresa con ese perfil de riesgo en la que estaba perdiendo la confianza poco a poco pesase tanto en cartera, aunque fuese por poco tiempo y aunque saliese bien.

Otro error en cuanto al peso en cartera, en el que sí hemos sufrido pérdidas este año, ha sido **Microstrategy Inc.** Siendo nuestra forma de exponernos a Bitcoin y siendo Bitcoin un seguro para algunos escenarios negativos futuros, con un precio muy volátil, lo lógico es que el peso en cartera fuese reducido. Mi convicción en el activo subyacente, la cual se mantiene, me hizo ser complaciente cuando el peso superó el 6% del fondo. No debería haber sido tan elevado.

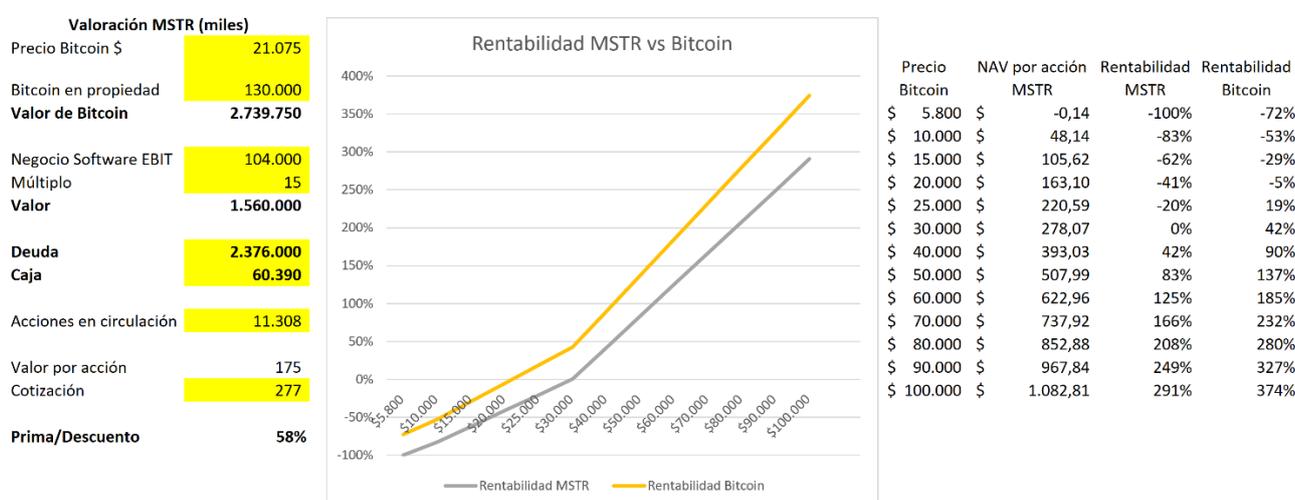
La posición se fue reduciendo principalmente por la caída de cotización, y tras la última revalorización de octubre hemos vendido la pequeña posición que quedaba por motivos regulatorios y de valoración.

Ventas por regulación:

Hasta ahora nuestra exposición a Bitcoin ha sido a través de Microstrategy, pero **hay que vigilar su valor razonable** teniendo en cuenta su posición en Bitcoin, el valor de su negocio de software y su deuda, llegando a su valor razonable o “NAV”. **Una elevada prima sobre NAV ya nos obligó a vender nuestra posición en 2021**, y se había mantenido en un rango razonable en 2022 hasta que recientemente alcanzó el 60%. Con esa prima, la relación rentabilidad/riesgo es mucho pero que tener Bitcoin directamente. No puede ser que, si Bitcoin cae a \$15.000 y Microstrategy cotiza a su



valor razonable suponga una pérdida del 62%, y que, si Bitcoin lo hace bien, nosotros lo hagamos peor. No se nos compensa por ese riesgo:



Además, a pesar de nuestra insistencia, la **Dirección General de Seguros sigue sin permitir que los planes de pensiones inviertan en ETPs de Bitcoin**, por lo que nuestra única alternativa era Microstrategy. Esto no significa que nos rindamos, la situación puede cambiar en el futuro, y actualmente estoy revisando los **bonos convertibles de Microstrategy** que suponen una mejor protección de la inversión con una interesante opcionalidad. A pesar de la elevada convicción en el activo subyacente, **no queremos tener exposición a toda costa**, sólo cuando tenga sentido y la regulación nos lo permita. Seguiremos buscando.

Lo bueno es que acontecimientos recientes han supuesto una importante limpieza del llamado mercado de las “criptomonedas”, mercado que nada tiene que ver con Bitcoin. Es como si estafas piramidales basadas en la venta de monedas de latón se comparasen con el oro. Aún es pronto, y **se tardará en separar el grano de la paja**, pero estas situaciones **acabarán evidenciando la propuesta de valor de Bitcoin como riqueza no confiscable**, como un activo real seguro y escaso que permite minimizar la confianza en terceros. Bitcoin es una materia prima; el resto de experimentos, a lo sumo, acabarán regulados como acciones de empresas tecnológicas.

Por otra parte, una venta importante por regulación ha sido la de nuestros queridos royalties de gas natural, **Black Stone Minerals LP**. Las siglas “LP” significan “Limited Partnership”, es una figura jurídica distinta a la de una corporación normal, y la única que teníamos de ese tipo en el fondo.

La gestora nos avisó de que **a partir del 1 de enero de 2023 la Hacienda Americana cobraría una retención irrecuperable del 10%** en las operaciones de dichas entidades.



Si necesitásemos vender nuestra posición por cualquier razón a partir de entonces, posición cercana a los 3 millones de euros, **perderíamos 300.000€** por ese concepto, algo inaceptable.

Black Stone Minerals era una posición importante, **pesaba un 4,8% del fondo y del plan de pensiones, acumulaba una plusvalía latente del +85%**, y era la acción del fondo que más se había revalorizado en 2022, un +72%. **Buscaremos una alternativa** de royalties de gas natural a un precio razonable que no sea una LP, y **reinvertiremos** esa posición en el resto de la cartera, pues existen muy buenas oportunidades.

Nuestra exposición a la energía y a las materias primas suele ser pequeña, indirecta y defensiva, normalmente a través de empresas de **royalties o de infraestructuras** como los gasoductos. Ahora la única que tenemos es **Canadian Natural Resources** debido a sus **reservas de bajo declino de más de 30 años** de vida. Son el productor de bajo coste, tienen costes de mantenimiento muy bajos y la asignación de capital es muy buena. Si la deuda baja de los \$8 billion **umentarán el ritmo de recompra de acciones** y la valoración es muy atractiva, han repartido \$10.000 millones en dividendos y recompras en los últimos 12 meses y la capitalización es de \$60.000 millones.

Por último, dentro de las ventas por regulación me gustaría incluir a las **acciones chinas**. Durante el año hemos vendido en su totalidad nuestras acciones de **Prosus** (exposición indirecta a Tencent), **JD.com**, y **Softbank** (exposición indirecta a Alibaba).

A la inversión en China siempre le hemos **exigido una rentabilidad esperada mayor** debido a la mayor incertidumbre que existe y la mayor dificultad para vigilar tanto los cambios en las preferencias de los consumidores como los cambios regulatorios. Es un mercado hostil para nuestra estrategia porque **la competencia es feroz** y cuando una empresa consigue una ventaja competitiva fuerte **el gobierno le corta las alas**.

La exposición ha rondado el 10% del fondo, y se centraba en las empresas más fuertes, en el crecimiento de la clase media y en la paulatina mejora de la seguridad jurídica, separación de poderes, y mejora de las relaciones comerciales con occidente. La evolución de los acontecimientos parece evolucionar en dirección contraria.

En el caso de **Softbank** la cotización ha resistido muy bien en el último año a pesar de la caída de cotización de Alibaba gracias al **importante descuento sobre NAV** al que invertimos y al programa de recompras que han actuado como **red de seguridad**. Sin embargo, ahora la distribución del NAV y el descuento son menos atractivos.

En el caso de **JD** he ido **perdiendo convicción** con los años respecto a los directivos, las ventajas competitivas y la seguridad jurídica.



Prosus ha sido la venta más difícil porque las redes sociales de Tencent son las más fuertes del país, sus inversiones en el sector de los videojuegos son muy valiosas, y Prosus está haciendo un **buen trabajo para aprovechar el descuento** al que están sus acciones. Sin embargo, en el segundo trimestre del año **el plan de recompras se recibió con mucho optimismo** y la cotización se recuperó mientras aumentaba mi desconfianza general hacia el país y había otras oportunidades con más convicción.

Desde entonces la cotización ha caído un 30% y no es descartable que, si volvemos a invertir en China, **Prosus** sea la principal elección a estos precios.

Errores de apreciación:

Nuestra pequeña inversión en **Radius Global Infrastructure** no ha supuesto una minusvalía, pero podríamos haberla sufrido. Los activos de la empresa son de mucha calidad, están protegidos contra la inflación, y los directivos tienen más del 20% de la empresa.



Sin embargo, en la situación actual **no era prudente tener una empresa tan sensible a los tipos de interés**. Su deuda es muy elevada, tienen que dedicar una parte importante del flujo de caja al pago de intereses. Sus activos son de tanta calidad que **se comportan como bonos de larga duración** y por tanto su valor es muy sensible a los tipos de interés. Por su parte, la plataforma de generación de oportunidades de inversión también vale menos **si la deuda pública cotiza al 4% y tus**

ideas rentan un 6%. El diferencial se ha reducido y por tanto el valor que se aporta también.

En cualquier caso, no es descartable que lo hagan muy bien a largo plazo o se que sea comprada en su totalidad. La penalización que ha sufrido en los últimos meses parece excesiva.

El caso de **Cardlytics** es distinto. La tesis a largo plazo sigue intacta, pero el error fue invertir en una empresa que **aún es muy joven** y está en la parte del ciclo de vida donde **todavía no puede autofinanciarse**, y por tanto su futuro depende del acceso al capital externo, que se puede secar en una recesión. **Antes de prosperar hay que sobrevivir**. En casos así sí puede darse el caso de que la pérdida de confianza de los inversores,



tenga fundamento o no, pueda hacer caer tu negocio por reflexividad. La empresa puede que consiga un **flujo de caja libre positivo en 2024**, así que hasta entonces la posibilidad de **dilución** de los accionistas es elevada.

No es difícil estimar un escenario futuro de número de usuarios y gasto por usuario que justifique **una valoración muy elevada, incluso 50 veces superior**, pero es cierto que la posibilidad de “game over” no es cero, y no quiero que estemos en ese tipo de situaciones tan binarias que el fondo no puede aprovechar bien. La acción ha seguido cayendo desde que vendimos.

La venta más reciente:

Dentro de nuestra inversión en aseguradoras aburridas podíamos encontrar a **Arch Capital**, una aseguradora con una cultura de prudencia y disciplina que crece de forma sostenida.

La cotización no estaba sufriendo nada este 2022, y **ha cerrado octubre con una subida del 28%** en lo que llevamos de año debido a su **próxima inclusión en el S&P500**. Dado que Elon Musk ha comprado Twitter, Arch Capital será la que lo sustituirá en el índice. **Esto no afecta en nada a la realidad del negocio** subyacente, pero una subida tan repentina sí reduce la rentabilidad esperada a futuro, que ya empezaba a caer por debajo del mínimo que exigimos.

Seguimos manteniendo en cartera posiciones importantes en otras aseguradoras como **Markel Corp**, que destaca por la excelencia en su gestión, y **Fairfax Financial**, cuya infravaloración es muy clara y es la más **beneficiada por las subidas de tipos de interés**.

Comprados por Warren Buffett:

Otra aseguradora aburrida que teníamos en cartera con convicción y que explicamos el año pasado era **Alleghany**. En marzo de 2022 se anunció la **compra de esta “mini-Berkshire” por parte de la propia Berkshire Hathaway**. Conseguimos una rentabilidad rápida, pero a cambio de no poder ser dueños de una empresa tan buena a largo plazo. Consuela saber que pescamos donde están los peces y que le echamos el ojo a empresas que acaban siendo de interés de Warren Buffett, pero ha sido una pena.



De todas formas, no sólo nos llevamos esa rentabilidad sino una idea de inversión: SCI.

Inversión más reciente: McFuneral

Alleghany era dueña de una funeraria no cotizada, pero en su cartera de inversiones también tenían una cotizada, **Service Corporation International (SCI)**. Curiosamente, dicha empresa



es mencionada en el libro de 1989 “Un paso por delante de Wall Street” de Peter Lynch como su **empresa preferida en el grupo de “empresas que resultan deprimentes”**, las cuales pueden ser muy buenas inversiones.

Es una empresa con un **nombre aburrido** en un sector que todos preferimos ignorar, **la mortalidad**. Además, como comenta Peter Lynch, <<en un sector sin crecimiento que resulta aburrido y desagradable, **la competencia no es un problema.**>>

Comentaremos la empresa con más detalle en la **reunión anual de 2022**, que quedará grabada en el **canal de Youtube⁶** para que se pueda ver cuando se quiera.

Me gusta el sector, la resiliencia de la empresa, y la **evolución futura de la demografía**. Me gusta la asignación de capital de los directivos, la valoración actual en la “resaca de beneficios” tras la pandemia, y me gustan los **110 años de terrenos en cementerios** que tienen por delante por vender.



Gestoras de activos:

En la carta de 2021 dedicamos varias páginas a resumir nuestra tesis de inversión en **Brookfield Asset Management**, una de las principales posiciones del fondo desde el inicio, en muchas ocasiones la mayor posición.

Tras la celebración del Día del Inversor de 2022 la convicción en ellos ha seguido aumentando, es sin duda una de mis **empresas favoritas para ser inversores a largo plazo**. Somos accionistas desde la creación de Numantia.

En los últimos 22 años han conseguido una increíble **rentabilidad anual compuesta del 18% anual**, incluyendo dividendos, y esperan conseguir unos resultados similares los próximos 20 años. Nos conformamos con menos, mientras sigan haciendo las cosas bien, pero creo que son capaces de conseguirlo.

⁶ [Emérito Quintana - YouTube](#)



Portfolio	Initial Balance	Final Balance	CAGR	Stdev	Best Year	Worst Year	Max. Drawdown	Sharpe Ratio	Sortino Ratio	Market Correlation
Brookfield Asset Management Inc	\$10,000	\$453,619	18.18%	26.49%	81.38%	-56.35%	-67.20%	0.71	1.15	0.64



Es nuestra principal posición en el sector de los gestores de activos alternativos, pero también somos accionistas de **Apollo** y de **KKR**. Si desconectamos las inversiones que las propias gestoras tienen, los negocios de gestión de activos cotizan realmente baratos:

Exhibit 7: BAM's Relative Valuation to U.S. Alternative Asset Management Peers

Company	Stock Symbol	Rating	Asset Management (AM) Target Valuation				Market Valuation (per share)					
			Target Price	Market Price	FRE	Perf. Fees	Blended Multiple	Value per Share	Invested Capital	Implied Value of AM	Implied AM Multiple	
BAM	BAM-US	Outperform	\$57.00	\$39.05	17.2x	7.0x	11.8x	\$36.73	\$20.52	\$18.53	5.9x	
U.S. Alternative Asset Managers:												
KKR & Co. Inc.	KKR-US	Outperform	\$74.00	\$45.77	19.2x	19.2x	19.2x	\$52.98	\$19.82	\$25.95	9.4x	
Apollo Global	APO-US	Outperform	\$87.00	\$49.46	17.7x	10.4x	16.1x	\$46.20	\$41.15	\$8.31	2.9x	
Blackstone Group	BX-US	Mkt. Perform	\$115.00	\$87.74	20.1x	20.1x	20.1x	\$112.99	\$3.00	\$84.74	15.1x	
Carlyle Group	CG-US	Outperform	\$57.00	\$25.90	15.7x	10.5x	13.0x	\$54.17	\$3.00	\$22.90	5.5x	
Ares Management	ARES-US	Outperform	\$93.00	\$65.85	23.4x	15.9x	21.6x	\$90.34	\$3.00	\$62.85	15.1x	
TPG Inc	TPG-US	Mkt. Perform	\$37.00	\$28.24	23.7x	5.8x	17.6x	\$35.31	\$2.00	\$26.24	13.1x	
					Median	19.6x	13.2x	18.4x				11.2x
					Average	20.0x	13.7x	17.9x				10.2x

Last data point: Oct 14, 2022

Note: U.S. Alternative Asset Managers covered by Rufus Hone and James Fotheringham
Source: BMO Capital Markets, Company Reports

Obviamente en mi valoración detallada de Brookfield tengo en cuenta cada una de las subsidiarias: le aplico un descuento a los valores contables de su división inmobiliaria, valoro a múltiplos conservadores la parte de renovables y de infraestructuras, los seguros a valor contable, etc. Pero es la gestora de activos, que saldrá a cotizar pronto, la parte que parece más infravalorada e incomprendida.



Es algo que resulta curioso, porque en estas empresas **la gran mayoría de los activos bajo gestión tienen plazos de inversión perpetuos o de 10-12 años**, así que la corriente de comisiones de gestión es **muy estable y predecible**. Corriente de comisiones que seguirán creciendo y que seguirán teniendo altos márgenes de beneficios. Es un claro ejemplo de buenos negocios con **ingresos recurrentes que el mercado nos ofrece a muy buen precio**.

Quiero pensar que el mercado piensa que **la recesión y la subida de tipos de interés** suponen graves amenazas para su modelo de negocio y para el cobro de comisiones de éxito, pero no creo que sea así. En el caso de Brookfield:

- Lleva años **preparándose para un entorno normalizado de tipos de interés**, cosa que podemos comprobar en los comentarios trimestrales de los últimos 8 años.
- En el ADN de la empresa se observan las **lecciones aprendidas** en la recesión de principios de los años 90, como usar deuda activo por activo, sin recurso a la matriz.
- Tiene mucho **efectivo comprometido de clientes**, decenas de miles de millones **esperando a ser invertidos**, y qué mejor momento que cuando los precios son bajos, con su visión contrarian.
- Algunos de sus activos más icónicos se adquirieron a precios de saldo tras las recesiones de los años 2001 y 2008. Según Bruce Flatt, **en 2008 se pusieron las semillas de los éxitos de los siguientes 15 años**, así que espero con entusiasmo más momentos de pánico y siembra para el futuro.
- Las subidas son una reacción al aumento de la **inflación**, la cual aumenta el **coste de reemplazo** de sus activos clave y **aumenta las rentas de inmuebles e infraestructuras**, en su mayoría ligadas a la inflación.
- Sus costes de personal no aumentan proporcionalmente con los activos bajo gestión, **no se necesita más personal para gestionar mil millones más**, así que la inflación de costes afecta poco.
- Su división de crédito, con **Oaktree** a la cabeza, es contracíclica, y se beneficia de entornos de estrés económico, quiebras y problemas de liquidez y financiación.
- La diferencia entre los objetivos de rentabilidad de muchas de sus estrategias, desde un 10% hasta el 20%, aún es elevado con respecto a la que es posible conseguir con la deuda pública a largo plazo.

Brookfield seguirá gozando de las megatendencias propias de su sector, de la **demanda de inversiones alternativas, el déficit de inversión en infraestructuras, y el alto endeudamiento de los Estados**.



El mercado seguirá **concentrado en las grandes firmas**, que son las que tienen **la escala, el alcance y la reputación** para mantener la confianza de los clientes institucionales, siendo la experiencia operativa de Brookfield una ventaja distintiva.



En muchas operaciones complejas, de largo plazo y elevado capital, los posibles inversores se cuentan con los dedos de una mano. El **reciente acuerdo con Intel** para la construcción de fábricas en Arizona es la prueba más reciente.

En momentos de recesión y en transacciones donde la paciencia y la excelencia operativa son clave, **Brookfield puede ser el único comprador, por lo que la competencia es mínima** y consigue términos más favorables. Dado su alcance global, siempre encontrará oportunidades allá donde escasee el capital.

FRP Holdings

En cuanto a la que se ha convertido en la principal posición del fondo, y de la que **somos dueños de casi el 1% de las acciones de la empresa**, merecía la pena compartir una tesis completa con calma, tesis que os recomiendo ver en este vídeo: [FRP Holdings – Tesis de inversión.](#)



FRP Holdings - Tesis de inversión.

7651 visualizaciones

• Emitido hace 5 meses

Estamos trabajando diligentemente para convertir de forma conservadora nuestro efectivo en nuevas inversiones, cautelosamente optimistas como siempre, pero siempre conscientes de nuestro deber de ser administradores responsables de su capital."

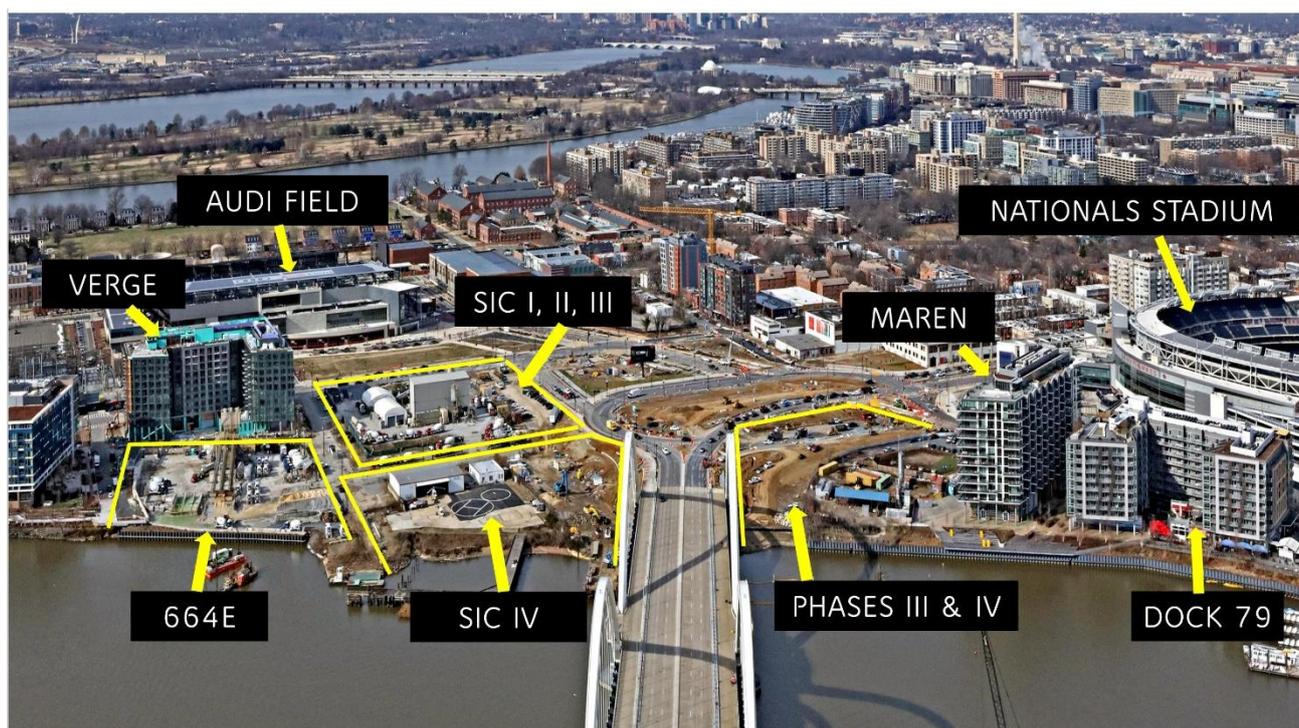
A lo largo del año me gustaría hacer más vídeos similares, explicando tesis en profundidad, como hice en su día con Tesla, porque no da tiempo en las cartas y reuniones a entrar en tanto detalle, pero creo que merecen la pena y que ejemplifican muy bien el proceso de inversión en la práctica.

De FRP Holdings me gustó especialmente un comentario que hicieron en la carta del segundo trimestre de 2022, en la que decían:



En la call del tercer trimestre tuve la oportunidad de hacerles algunas preguntas en directo, aunque ya nos habíamos cruzado algunos emails. Podéis leer la transcripción aquí: [FRP Holdings, Inc. \(FRPH\) Q3 2022 Earnings Call Transcript | Seeking Alpha](#)

Lo más importante ha sido el acuerdo al que han llegado con otras 2 empresas, socios históricos, para controlar el desarrollo de toda la primera línea del río al sur del DC, con lo que se han asegurado 10-15 años de inversión rentable en una zona única y muy valiosa.



Por su parte, los royalties de las canteras de áridos siguen llegando y creciendo, y los alquileres de sus apartamentos en el DC están subiendo entre el 6% y el 11%.

Otra de las nuevas inversiones de este año es **Fluidra**, que junto con Vidrala son las 2 únicas empresas del fondo con sede en España. Voy a tener el privilegio de **entrevistar al CEO de Fluidra, Eloi Planes, el 19 de diciembre de 2022** así que os recomiendo que lo veáis en el canal de youtube, pues hablaremos de aspectos clave de la tesis de inversión.





La tesis de **Fluidra** me recuerda a la de **Watsco**, también presente en el fondo, si cambiamos las piscinas por los aires acondicionados. Son líderes en negocios muy fragmentados en los que tienen ventaja y pueden seguir creciendo tanto por las tendencias de fondo como haciendo adquisiciones. Su negocio está ligado al mercado inmobiliario y es cíclico en cuanto al crecimiento de la base instalada, pero **muy recurrente en cuanto a los ingresos por mantenimiento** de esa creciente base instalada.

Son empresas familiares con la vista puesta en el largo plazo y cuyo cliente principal no es el usuario final, sino el técnico, el contratista, o en el caso de Fluidra el profesional de piscina. Además, la **evolución regulatoria y tecnológica** en sus sectores suele **beneficiarles** en vez de perjudicarles.

Hay muchas tesis interesantes de empresas aburridas en Numantia, con muchas curiosidades en su historia y su cultura, activos ocultos que no se valoran adecuadamente, peculiaridades contables y valoraciones muy atractivas. Estoy pensando en **Bolloré, JBG Smith, DREAM Unlimited, Howard Hughes, Pure Cycle, Floor & Decor, o Red Rock Resorts**. Algunas las hemos resumido en anteriores cartas, otras quiero explicarlas bien en el futuro, y de otras hablaremos en la reunión presencial de 2022, pero en esta carta quiero terminar con comentarios sobre 2 de nuestras posiciones más polémicas:

Tesla

Empezamos a invertir en Tesla en **2018**, tras vender todas nuestras acciones de BMW y Porsche Holding, una decisión realmente polémica. Por aquel entonces el margen operativo era negativo, el flujo de caja libre era negativo. Aún necesitaban al mercado para financiarse, incumplían los plazos y objetivos de producción, y la valoración por coche producido parecía una absurda burbuja.

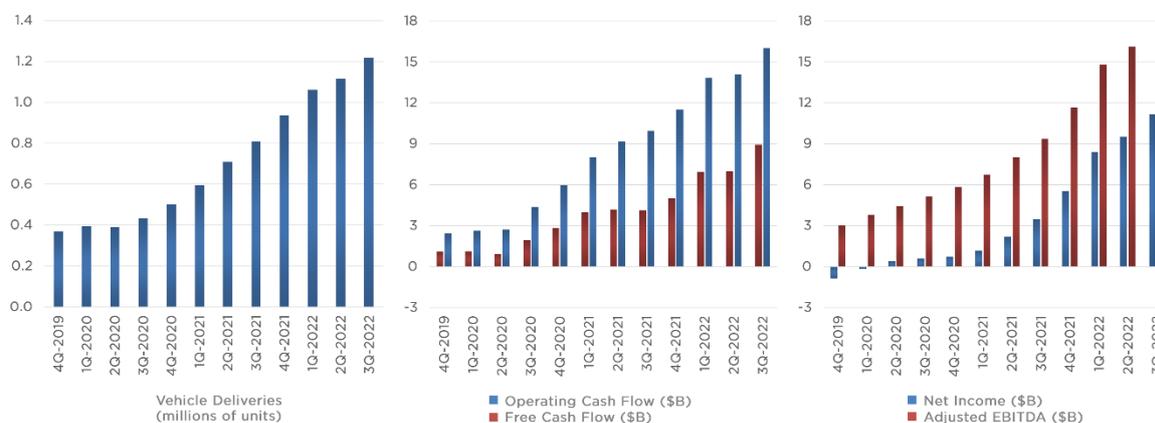
Se decía que su tecnología no tenía nada diferenciador, que no tenían ninguna ventaja competitiva, que los fabricantes tradicionales tenían más dinero y experiencia para reconvertir sus fábricas cuando quisieran, y que puede que acabasen comprando Tesla cuando quebrase. Yo también lo creí en su día, **me equivocaba**, y cambié de opinión.

Sólo 4 años después, si anualizamos los resultados del último trimestre de Tesla, vemos que en 2018 **estábamos invirtiendo a sólo 4 veces el ritmo actual de flujo de caja operativo**, y sólo 5 veces el flujo de caja libre, mientras siguen creciendo y reinvertiendo a un ritmo muy elevado. Los beneficios son similares a los de Toyota gracias a que gana 8 veces más por coche. Los márgenes operativos, el crecimiento y la rentabilidad sobre el capital invertido son las más altas del sector. Ya no necesitan hacer ampliaciones de capital, tienen caja neta y



generan tanto beneficio que pueden seguir haciendo la producción al 50% anual y plantearse recomprar acciones en 2023.

KEY METRICS TRAILING 12 MONTHS (TTM)
(Unaudited)



Parece claro que la polémica inversión en Tesla en 2018 fue una inversión en valor, una compra de una empresa infravalorada, pero la cuestión es si sigue estando infravalorada ahora que capitaliza 8 veces más. Tesla alcanzará en los próximos meses un ritmo de producción anualizado de 2 millones de vehículos, y el camino hacia los 3 millones anuales con las fábricas actuales parece bastante claro. Su ambicioso objetivo es producir 20 millones de vehículos al año dentro de 10 años, algo que parece una locura, pero también parecía una

locura su objetivo en 2013 de producir 500.000 vehículos en 2020 y fue justo lo que ocurrió.

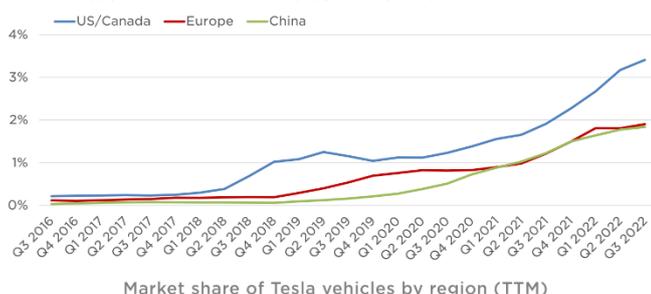
En mis estimaciones no soy tan optimista, es más razonable la mitad de ese objetivo, pero sólo tienen que seguir haciendo lo que ya están haciendo para lograrlo: agilidad, mejora continua, integración vertical, trabajo duro y construcción de nuevas fábricas alrededor del mundo.

Si estoy en lo cierto con mi rango de estimaciones más razonable en cuanto al negocio automovilístico y de energía, al precio actual podríamos conseguir una rentabilidad anual compuesta de entre un 10 y un 15% anual. Además, estamos invirtiendo ahora a menos de 20 veces el beneficio operativo de 2023.

Installed Annual Vehicle Capacity

Region	Model	Capacity	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	550,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>750,000	Production
Berlin	Model Y	>250,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	-	Tooling
Nevada	Tesla Semi	-	Early production
TBD	Roadster	-	In development
	Robotaxi & Others	-	In development

Installed capacity ≠ current production rate, and there may be limitations discovered as production rates approach capacity. Production rates depend on a variety of factors, including equipment uptime, component supply, downtime related to factory upgrades, regulatory considerations and other factors.



Source: Tesla estimates based on ACEA; AutoneWS.com; CAAM - light-duty vehicles only
TTM = Trailing twelve months



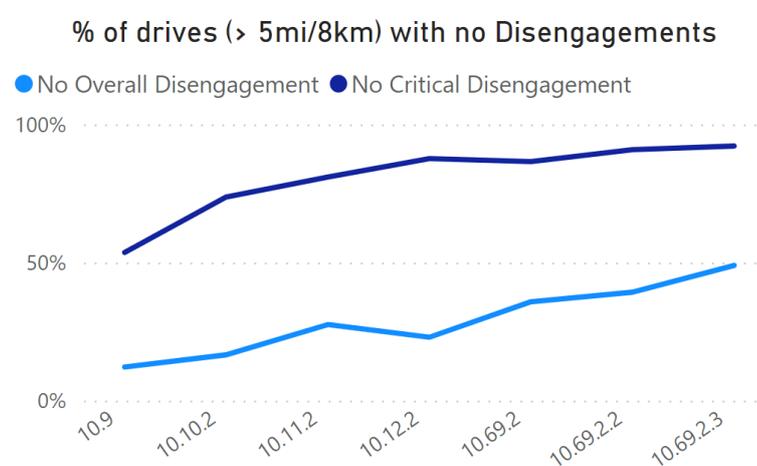
Pero, aunque **esa rentabilidad esperada es muy buena y mi convicción es muy elevada**, el hardware no es lo más interesante ni lo más valioso en el futuro de Tesla. Esas estimaciones **no tienen en cuenta el negocio asegurador, ni el software de conducción autónoma, ni los futuros robots humanoides**, ni todo lo que surgirá en el futuro fruto de su cultura y del talento de sus ingenieros.

Hace 4 años la **conducción autónoma total** basada únicamente en cámaras y redes neuronales parecía una fantasía a décadas de distancia. Ahora parece un problema claramente resoluble, y sólo es cuestión de tiempo.

La versión beta del FSD (Full Self Driving) acaba de ampliar su permiso de uso a cualquiera que lo haya comprado en Estados Unidos y Canadá, y no tenemos estadísticas oficiales, pero cualquiera que haya seguido la evolución de sus capacidades e inteligencia desde octubre de 2020 semana a semana puede ver una clara tendencia de mejora continua. En algunas webs podemos ver la evolución que experimentan y comparten algunos “testers”, y la estadística

Version	MinDate	Miles	Km	Ovr Miles 2DE	Ovr Km 2DE	City Miles 2DE Critical	City Km 2DE Critical	City Miles 2DE NonCrit	City Km 2DE NonCrit	Hwy Miles 2DE	Hwy Km 2DE
10.69.2.4	02/11/2022	475	764	13,93	22,42	160,21	257,83	16,95	27,28	74	118
10.69.2.3	05/10/2022	3.271	5.265	7,10	11,42	58,71	94,49	8,86	14,26	46	74
10.69.2.2	19/09/2022	4.201	6.760	6,10	9,82	80,53	129,60	7,54	12,13	36	59
10.69.2	11/09/2022	1.754	2.823	6,53	10,51	52,56	84,59	8,04	12,93	69	111
10.69.1.1	06/09/2022	252	406	4,56	7,33	22,78	36,66	6,04	9,72	58	94
10.12.2	31/05/2022	23.607	37.992	5,34	8,59	72,95	117,40	6,41	10,31	101	162
10.11.2	06/04/2022	11.921	19.185	9,99	16,07	66,63	107,24	12,79	20,59	241	387
10.10.2	18/02/2022	8.127	13.078	4,23	6,80	32,47	52,26	5,22	8,40	81	131
10.10.	04/02/2022	510	821	14,03	22,59	53,80	86,58	19,68	31,67	187	302

clave en la que me fijo son los **kilómetros en ciudad que tarda el coche en necesitar una intervención humana por algo evento crítico** para la seguridad, no por simple comodidad. Ese dato aumenta paulatinamente y en la última versión alcanza unos impresionantes 257 kilómetros de conducción en ciudad hasta una intervención crítica.



También es interesante saber **qué porcentajes de los viajes cotidianos no requieren ninguna intervención crítica** (90% actualmente) y qué porcentaje de viajes no requieren ninguna intervención en absoluto, y que por tanto han ido del punto A al punto B sin intervención humana, como taxis autónomos vigilados. Ese dato **ya supera el 50% de los viajes**.



Faltan pocos años para que Tesla pueda demostrar con estadísticas que el software FSD es igual o más seguro que el conductor medio, pero hasta entonces, en su versión actual ya es muy útil como ayuda a la conducción y el **modelo de suscripción** del software tiene mucho potencial de crecimiento. Además, esos ingresos no tienen un margen bruto del 30% como el hardware, sino del **80 o 90%**, un software de inteligencia artificial que lleva años de ventaja a la competencia y que seguirá mejorando. **Los posibles escenarios futuros de Tesla son excepcionales.**

Mientras tanto, la “competencia” ni siquiera son fabricantes de coches, son ensambladores de piezas nada rentables que empujan las ventas con un importante gasto en publicidad y que **ganan dinero con los servicios financieros y el servicio postventa**. No es nada fácil fabricar coches eléctricos a escala, y mucho menos hacerlo de forma rentable, pero es aún más difícil de conseguirlo con la cultura y la inercia de un fabricante tradicional.

Cada coche eléctrico que venden a pérdidas para evitar multas es un coche de combustión interna menos que venden y que necesitará mantenimiento. **Los concesionarios no quieren vender los coches eléctricos** salvo por obligación. Tienen elevadas deudas y compromisos, sindicatos que dificultan cambios de personal ágiles, escasez de ingenieros con verdadero talento y libertad de actuación, una cultura basada en la **subcontratación y la minimización de cambios que ahora se vuelve en su contra**, ninguna experiencia en integración vertical, baterías o software, y un enfoque cortoplacista de ordeñar y no de sembrar.

En una recesión es justo la competencia que uno querría tener para ganar cuota de mercado.

En general, **muchas de nuestras empresas saldrían más reforzadas frente a sus competidores si hay una recesión**. Brookfield tendría más oportunidades para hacer buenos tratos, especialmente con Oaktree, pero serían más evidentes las propuestas de valor ganadoras de las empresas líderes.

Un ejemplo es **la infraestructura en la nube de Amazon, AWS**. Cuando se aproximan tiempos difíciles muchas empresas **aceleran su transición a la nube**, que aún está en sus inicios. Las empresas que están lanzando productos o servicios nuevos prefieren empezar a usar servicios en la nube antes de tener que hacer una **fuerte inversión en centros de datos propios** con servidores propios. Y las empresas que necesitan reducir sus gastos reciben ayuda de AWS para conseguir y **se dan cuenta del valor de tener una infraestructura flexible** que convierta costes fijos en variables.

Son formas de “**coger carrerilla**”, de dar un paso atrás para coger impulso y ganar ventaja en el futuro frente a competidores, aunque se sufra durante la recesión. Amazon también es un ejemplo de cómo **las pérdidas pueden ser inversiones poco obvias**. Durante la pandemia tuvieron que sobredimensionar su red logística para hacer frente a la demanda y mantener un buen servicio. Ahora sufren la “resaca” de ese exceso de capacidad, que se irá digiriendo, y eso afecta temporalmente a los márgenes, pero priorizando la experiencia del consumidor **han invertido en confianza** y conseguido lealtad del cliente.



Un cliente fiel es mucho, mucho más valioso que un cliente que no lo es, pero hay que ganarse esa lealtad, invertir en ella, y ofrecer al consumidor mucho más valor de lo que paga, para que no piense en buscar alternativas.

En el caso de Tesla, **el 95% de los propietarios de un Tesla tienen pensado cambiarlo por otro Tesla** si decidiesen cambiar de coche, un nivel de lealtad inaudito, sobre todo teniendo en cuenta que Tesla no gasta en publicidad. En muchas ocasiones son los propios propietarios los que recomiendan la marca a familia y amigos.

Meta Platforms Inc

Lo cierto es que estoy muy contento de la oportunidad de inversión que estamos teniendo actualmente en Meta Platforms. En muchas ocasiones, **cuando uno parece más loco e imprudente invirtiendo en una empresa, mejor es la rentabilidad futura. Siempre que se acabe teniendo razón**, claro, cosa que está por ver.

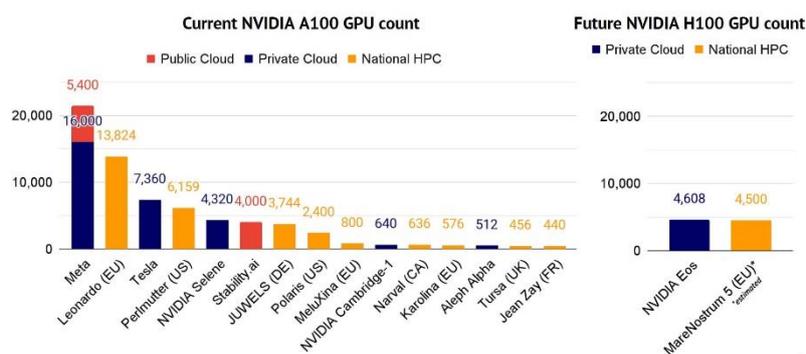
Al mercado le preocupa la aparente muerte de Facebook, la fuerte inversión en el llamado “metaverso”, las luchas de poder con Apple por la privacidad y la competencia de TikTok y otras nuevas plataformas. Unos miedos tan intensos que han dejado a la empresa cotizando a 6 veces beneficios, si se hacen los ajustes adecuados. Las emociones extremas, como ya sabemos, no duran para siempre.

Y es que **gran parte del gasto actual en I+D es una inversión** para mejorar el futuro de la empresa y no se contabiliza ni se capitaliza correctamente, cosa que **reduce artificialmente los márgenes** de beneficio.

Además, esa inversión para el futuro no es una caldera llamada “metaverso” donde se incinera el dinero en proyectos que no darán frutos o que tardarán muchos años en darlos. En su mayoría, **esas inversiones se centran en mejorar su familia de aplicaciones actual**. En mejorar el motor de recomendaciones con inteligencia artificial o en conectar sus aplicaciones de mensajería con las empresas para hacer más fácil la comunicación y el comercio electrónico. Como ejemplo, centros de datos con **20.000 tarjetas gráficas A100 de**

In a gold rush for compute, companies build bigger than national supercomputers

► “We think the most benefits will go to whoever has the biggest computer” – Greg Brockman, OpenAI CTO



Nvidia no es quemar el dinero, es un activo muy valioso, fácilmente reconvertible para distintos usos, y muy difícil de igualar para los competidores.

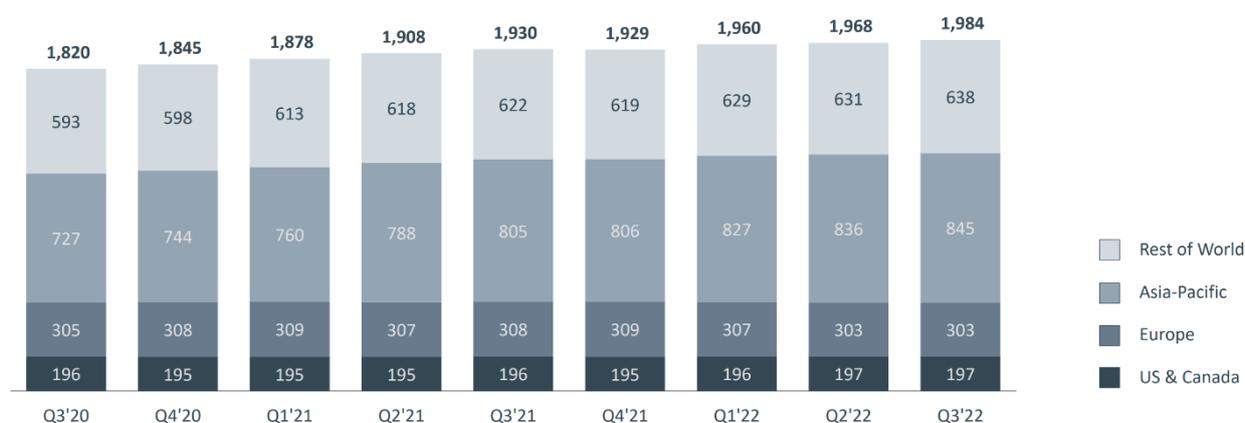


Estas inversiones **aumentan aún más los efectos de red y las ventajas competitivas de la empresa.**

En cuanto a la “muerte de Facebook”, los datos superan a la narrativa, y podemos comprobar que **el número de usuarios de Facebook y de su familia de aplicaciones sigue creciendo**, hasta el punto de que prácticamente el 90% de la población mundial con conexión a internet usa mensualmente al menos una de sus aplicaciones.

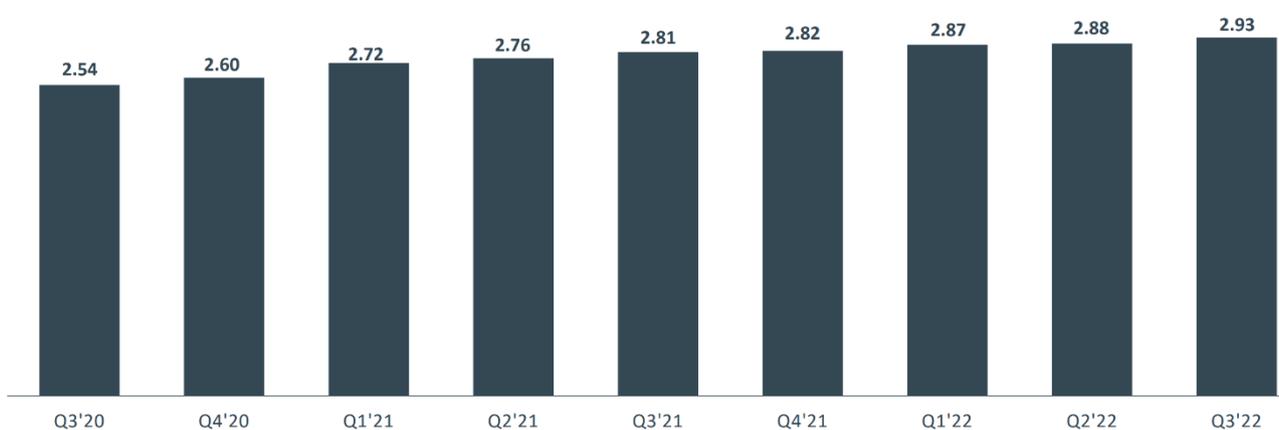
Facebook Daily Active Users (DAUs)

In Millions



Family Daily Active People (DAP)

In Billions



Es cierto que en los mercados maduros ya es difícil crecer en número de usuarios, porque prácticamente todo el mundo usa ya alguno de sus productos, pero **aún es posible crecer en la facturación por usuario**, y a nivel global en el **número de personas con conexión a internet** gracias a sus propias inversiones en redes de fibra óptica y a las nuevas constelaciones de satélites como las de Starlink o AST Spacemobile.



En cuanto al metaverso, **ya se sabe desde 2014 cuál es la hoja de ruta** de la empresa con la compra de Oculus, y en 2015 Zuckerberg menciona la clara evolución del contenido, primero hacia el vídeo, y luego hacia una conexión 3D más inmersiva.

Como evolución de la interacción social online, **buscar esa mayor sensación de presencia tiene sentido**. Aún falta mucho para que esa parte del negocio de sus frutos, pero es algo que **aumenta la probabilidad de que la empresa perdure**, o que minimiza la probabilidad de que la empresa se pierda la nueva gran plataforma donde esté la atención de la gente. Sólo los paranoides sobreviven.

Desde el punto de vista de la inversión, podemos comprar su familia de aplicaciones por mucho menos de lo que valen aprovechando la incomprensión actual, y estar expuestos a la posibilidad de que las inversiones en realidad virtual den sus frutos en el futuro. **Es una oportunidad claramente asimétrica**.

Ya no estamos en la época en la que la red social de moda cambiaba cada año y se experimentaban muchos formatos distintos en poco tiempo, motivo por el cual la comparación de Facebook con MySpace, que apenas superó los 100 millones de usuarios en su mejor momento, resulta bastante ridícula. Al igual que la comparación con competidores como Snapchat, que en 2018 era una de las principales preocupaciones del mercado.

Los distintos tipos de redes sociales ya están asentados, los efectos de red son muy fuertes, las inversiones necesarias en infraestructura e inteligencia artificial son inasumibles para nuevos competidores, y lo mismo ocurre con la creciente regulación en cuanto a la privacidad de los datos y el control del contenido. Cada vez parece más probable que **la familia de apps de Meta Platforms puede tener la durabilidad de una generación (30 años)**, si no se duermen en los laureles con los cambios en la tecnología. Sin embargo el mercado descuenta que Facebook morirá en menos de 6 años.

El principal competidor actual, **TikTok**, se ha centrado en la generación Z como público objetivo, quienes **tienen mucho tiempo libre pero poco dinero**. Su plataforma es útil para que cierto contenido se haga viral, pero no tanto para que los creadores de contenido creen una base de seguidores fiel. Su compensación es bastante deficiente, pues es una tarta fija a repartir, y los publicistas son reacios a invertir en campañas de publicidad cuya preparación puede tardar de 6 a 12 meses si **no están seguros de que no vayan a prohibir la aplicación** en su país.

La empresa matriz cuenta con el respaldo del Partido Comunista Chino, con una aplicación exitosa basada en la búsqueda de la mayor adicción posible del usuario, extrae datos de los terminales de los usuarios de manera agresiva al nivel de un virus informático, han disfrutado de un entorno de tipos bajos, y **aun así no consigue tener beneficio operativo**. Tampoco afecta al tiempo de uso en Facebook, pues **es algo complementario e incremental**, pero actualmente el crecimiento de **Reels sí está restando minutos de atención a TikTok**. Que un



ataque tan intenso no haga mella en el tiempo de uso de las aplicaciones de Meta es una buena muestra de resiliencia.

St. Joe

Quisiera terminar con un breve comentario sobre nuestra empresa de terrenos y desarrollos inmobiliarios dueña de 70.000 hectáreas en la costa de Florida, St. Joe Co. Durante muchos años se supo que cotizaba por mucho menos que su valor real, pero sin catalizadores próximos que hiciesen aflorar ese valor, **ningún inversor quería aparcar en la acción su dinero con la paciencia suficiente.**

Ahora la densidad de población en la zona ha llegado a un **punto de inflexión**, gente con alto poder adquisitivo que huye de Estados con altos impuestos y políticas fallidas quieren vivir allí, y el ritmo de construcción y creación de valor en los terrenos es muy elevado. Les quedan muchos años por crecer a buen ritmo, la valoración aún es muy baja, y los terrenos aseguran décadas de desarrollo futuro y de protección contra la inflación.

En su canal de Youtube se pueden ver a vista de dron algunos de sus desarrollos actuales: [3rd Quarter Project Update Video 2022 - YouTube](#)



Y con estos comentarios me despido hasta la próxima carta, seguiré vigilando nuestro patrimonio con prudencia, curiosidad y entusiasmo para protegerlo y hacer crecer, con un enfoque empresarial y de largo plazo.

MUCHAS GRACIAS POR VUESTRA CONFIANZA.



Eventos destacados del periodo:

- [La cultura de la empresa, la ventaja competitiva olvidada, por Emérito Quintana - Value School - YouTube](#)
- [📄 Inversión en Calidad !\[\]\(8b54eb1193a30d999597474e5a23f9ed_img.jpg\) - Charlando con Emérito Quintana - YouTube](#)
- [#77. Inversión DEFENSIVA con Emérito Quintana y Luis Miguel Ortiz - YouTube](#)
- [Entrevista a Emérito Quintana \(Numantia Patrimonio\) - YouTube](#)
- [FRP Holdings - Tesis de inversión. - YouTube](#)
- [227. Cartera de Numantia 2022 con Emérito Quintana - YouTube](#)
- [Mercados, crisis e inflación con Emérito Quintana - YouTube](#)
- [14 - Entrevista Emérito Quintana - Numantia Patrimonio Global - YouTube](#)
- [🤖 ¿Qué es el METAVERSO? 🎮 Locos por FACEBOOK 🎧 con EMÉRITO Quintana y Alejandro BAGUENA - YouTube](#)
- [Numantia - Reunión de inversores 2022 - YouTube](#)
- [Reunión Numantia 2022- ¿Qué es el largo plazo? - YouTube](#)

GRACIAS,

Emérito Quintana.



Numantia
Patrimonio Global

Contacto:

info@numantiapatrimonio.com

[@foso_defensivo](#)

