CARTA ANUAL 2024

Numantia

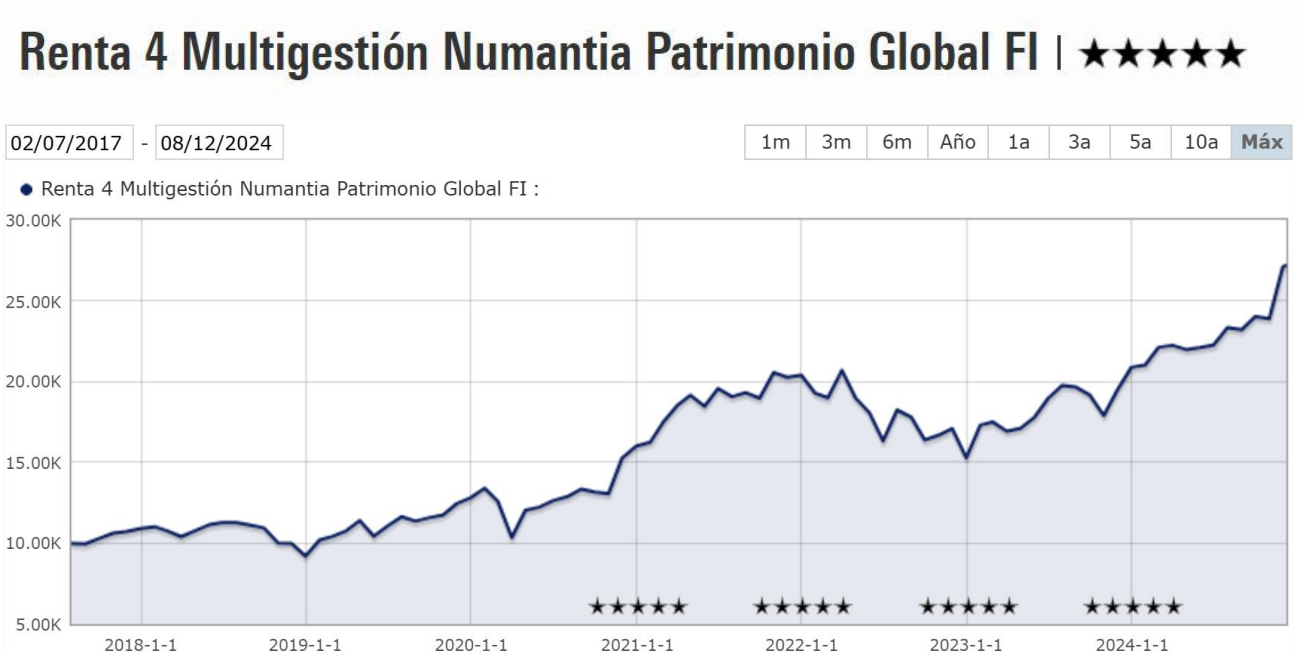
Patrimonio Global

"*El ahorro tiene muy mala prensa, pero tiene muchas virtudes y es civilizador. Nos enseña a domesticar nuestros instintos, a llevar una vida frugal y ordenada, a no cometer excesos. El ahorro genera prosperidad al permitir la inversión y la capitalización, pero, aunque no lo generara, el mero hecho de hacerlo lleva a mejores costumbres. Esos valores son los que teníamos antes, ¿por qué los perdimos?*

Miguel Anxo Bastos Boubeta

Contenido:

- Resultado desde inicio p.2
- Plan de pensiones p.6
- Comentario general y filosofía p.7
- Escoge tu difícil p.12
- Educación financiera p.15
- Importancia de la teoría p.16
- Cartera actual p.16
- Brookfield Corp p.17
- Ferrocarriles p.18
- Meta p.19
- Canadian Natural Resources p.20
- Bolloré p.21
- GXO y QXO p.21
- Mid-American Apartments p.22
- Comentarios finales p.22
- Eventos destacados p.23



Rentabilidades desde 02/07/2017 hasta 08/12/2024 (ya **descuentan comisiones** y gastos):

Desde inicio[1] (02/07/2017)	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024 YTD**
+165%	*+6,4%*	*-15,6%*	*+39,1%*	+24,9%	+27,4%	*-25,1%*	*+36,6%*	*+30,4%*

Estimado Numantino,

La rentabilidad de Numantia en lo que llevamos de **2024** ha sido un **+30,4%**, y la rentabilidad acumulada desde el inicio en julio de 2017 ha sido un **+165%**, lo que supone una tasa compuesta del **14% anual** después de comisiones, por encima del rango del 8%-12% que intentamos conseguir a largo plazo.

El **objetivo** de Numantia ha sido el mismo desde que creamos la sociedad familiar previa al fondo en 2013: **preservar y hacer crecer el patrimonio a largo plazo**. Lo intentamos conseguir **siendo propietarios de acciones o bonos de un pequeño grupo de empresas** que entendamos bien, sin importarnos la volatilidad de las cotizaciones a corto plazo.

Las cartas anuales como esta, así como las reuniones presenciales, entrevistas públicas, y el contenido en X (twitter.com) y YouTube, sirven para **explicar a los partícipes nuestro proceso de inversión, las decisiones tomadas y las tesis de inversión en empresas concretas**. Numantia no tiene índice de referencia ni precio objetivo. No hay comisión de éxito, ni de suscripción ni de reembolso.

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

Más de 7 años han pasado desde el inicio de Numantia, **7 años de titulares catastrofistas** que se acumulan y nos desalientan a invertir. Mientras tanto, 10.000€ se han convertido en más de 26.000€. Estamos programados para reaccionar exageradamente a las noticias negativas, y es lo que buscan los medios de comunicación para **conseguir nuestra atención: el miedo**. Las preocupaciones más recientes nos impiden apreciar el lento y gradual proceso de creación de riqueza. Además, la **crisis de 2008** quedó grabada en nuestra memoria colectiva y explica la obsesión por evitar la próxima gran crisis económica.

Sin embargo, ya pocos se acuerdan de las protestas en Grecia y su crisis de deuda (2010-2012), la crisis de Crimea y el pánico del ébola (2014), o el desplome del mercado chino (2015-2016). ¿A qué hemos asistido en los últimos 7 años? Veamos: **La pandemia del Covid-19, inflación de doble dígito, cuellos de botella en las cadenas de suministro, dos guerras, fuertes subidas de tipos de interés, tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, crisis energética en Europa, recesión y quiebras bancarias** a ambos lados del atlántico como la del Silicon Valley Bank o Credit Suisse. Estamos curtidos, sólo queda la invasión alienígena.

A pesar de todo, la rentabilidad de Numantia ha sido del +165% en el periodo, y no se trata de que seamos unos psicópatas impasibles, simplemente **hemos mantenido la disciplina de análisis y de valoración**, especialmente durante las euforias. Hemos invertido sólo en lo que entendíamos bien, sin por ello dejar de aprender. Hemos mantenido un enfoque patrimonial y **un optimismo vigilante** en nuestro **pequeño rebaño de empresas**.

Un rebaño de 25-30 en las que las 10 primeras posiciones suponen actualmente el 60% del fondo. Es un grupo reducido de empresas que intentamos entender bien y que **no son "el mercado"** en general, y que creo que son más seguras que la empresa cotizada media.

La rentabilidad desde 2013, cuando empezamos con la sociedad familiar previa a Numantia, es del **+324%,** lo que también se aproxima al **14% anual** compuesto. Así que, en estos 11 años desde que empezamos en 2013, hemos multiplicado por más de cuatro, es decir, hemos convertido **250.000€ de 2013 en más de 1.000.000 €**. No suelo mencionarlo salvo a pie de página porque no es algo relevante para la mayoría de los partícipes, sólo para esos primeros socios, pero este año quise comentarlo en la reunión **porque uno de esos primeros socios va a cumplir dentro de poco 89 años y sigue invirtiendo a largo plazo**. Ese es el espíritu.

Es difícil ajustar la rentabilidad conseguida por la incertidumbre asumida, habrá quien piense que la rentabilidad alta se ha conseguido **arriesgando demasiado**, pero para alguien que haya seguido la evolución del fondo está claro que se ha logrado con empresas de calidad que entendíamos bien a precios razonables. La rentabilidad podría haber sido incluso mayor con unas pocas decisiones diferentes, pero siempre **hemos pecado de prudentes**.

A pesar de las posiciones del fondo polémicas que suelen llamar la atención, hemos conseguido rentabilidad con empresas **aseguradoras aburridas**, con gestoras de activos,

royalties, terrenos, inmuebles, infraestructuras clave y empresas que consideramos casi monopolios digitales. La mayoría eran empresas **grandes y conocidas**.

No buscamos maximizar la rentabilidad sino perdurar, "no perder". Tenemos siempre presente la **enseñanza de Bill Ackman sobre el peligro de buscar más rentabilidad a toda costa**. Imaginemos a un joven de 22 años que invierte **10.000€** y no aporta ni un céntimo más durante toda su vida inversora, consiguiendo un **10% anual** compuesto hasta su jubilación a los 65 años:

Rentabilidad 10%

Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8
10.000 €	11.000 €	12.100 €	13.310 €	14.641 €	16.105 €	17.716 €	19.487 €	21.436 €
	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Año 9	**Año 10**	**Año 11**	**Año 12**	**Año 13**	**Año 14**	**Año 15**	**Año 16**	**Año 17**
23.579,48 €	25.937 €	28.531 €	31.384 €	34.523 €	37.975 €	41.772 €	45.950 €	50.545 €
10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Año 18	**Año 19**	**Año 20**	**Año 21**	**Año 22**	**Año 23**	**Año 24**	**Año 25**	**Año 26**
55.599,17 €	61.159 €	67.275 €	74.002 €	81.403 €	89.543 €	98.497 €	108.347 €	119.182 €
10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Año 27	**Año 28**	**Año 29**	**Año 30**	**Año 31**	**Año 32**	**Año 33**	**Año 34**	**Año 35**
131.099,94 €	144.210 €	158.631 €	174.494 €	191.943 €	211.138 €	232.252 €	255.477 €	281.024 €
10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Año 36	**Año 37**	**Año 38**	**Año 39**	**Año 40**	**Año 41**	**Año 42**	**Año 43**	
309.126,81 €	340.039 €	374.043 €	411.448 €	452.593 €	497.852 €	547.637 €	602.401 €	
10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	

Ese joven **se jubilaría con más de 600.000€**, nada mal para no haber hecho aportaciones periódicas. Y, ¿qué pasaría si aumentamos la rentabilidad anual al 15%? Que empezamos a rememorar el **cuento de la lechera**, pero es cierto que los seres humanos somo muy malos juzgando el resultado de **pequeños cambios en porcentajes de capitalización compuesta**:

Rentabilidad 15%

Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8
10.000 €	11.500 €	13.225 €	15.209 €	17.490 €	20.114 €	23.131 €	26.600 €	30.590 €
	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Año 9	**Año 10**	**Año 11**	**Año 12**	**Año 13**	**Año 14**	**Año 15**	**Año 16**	**Año 17**
35.178,76 €	40.456 €	46.524 €	53.503 €	61.528 €	70.757 €	81.371 €	93.576 €	107.613 €
15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Año 18	**Año 19**	**Año 20**	**Año 21**	**Año 22**	**Año 23**	**Año 24**	**Año 25**	**Año 26**
123.754,54 €	142.318 €	163.665 €	188.215 €	216.447 €	248.915 €	286.252 €	329.190 €	378.568 €
15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Año 27	**Año 28**	**Año 29**	**Año 30**	**Año 31**	**Año 32**	**Año 33**	**Año 34**	**Año 35**
435.353,15 €	500.656 €	575.755 €	662.118 €	761.435 €	875.651 €	1.006.998 €	1.158.048 €	1.331.755 €
15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Año 36	**Año 37**	**Año 38**	**Año 39**	**Año 40**	**Año 41**	**Año 42**	**Año 43**	
1.531.518,52 €	1.761.246 €	2.025.433 €	2.329.248 €	2.678.635 €	3.080.431 €	3.542.495 €	4.073.870 €	
15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	

Pasar del 10% al 15% anual supone jubilarse con más de **4 millones de euros**.
Pero conseguir esa rentabilidad de forma sostenida durante tanto tiempo no es nada fácil y **no debemos esperar que así sea**. En cualquier caso, imaginemos que queremos conseguir ese 15% a toda costa **arriesgándonos más**, y que ese riesgo extra implica tener una **pérdida permanente de capital del 50% cada 12 años**. No hablo de la volatilidad habitual de los mercados y posteriores recuperaciones de las cotizaciones, sino de errores que suponen una pérdida permanente. Cada 12 años parece una frecuencia muy baja:

Rentabilidad 15%

Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8
10.000 €	11.500 €	13.225 €	15.209 €	17.490 €	20.114 €	23.131 €	26.600 €	30.590 €
	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Año 9	**Año 10**	**Año 11**	**Año 12**	**Año 13**	**Año 14**	**Año 15**	**Año 16**	**Año 17**
35.178,76 €	40.456 €	46.524 €	23.262 €	26.751 €	30.764 €	35.379 €	40.685 €	46.788 €
15%	15%	15%	-50%	15%	15%	15%	15%	15%
Año 18	**Año 19**	**Año 20**	**Año 21**	**Año 22**	**Año 23**	**Año 24**	**Año 25**	**Año 26**
53.806,32 €	61.877 €	71.159 €	81.833 €	94.108 €	108.224 €	54.112 €	62.229 €	71.563 €
15%	15%	15%	15%	15%	15%	-50%	15%	15%
Año 27	**Año 28**	**Año 29**	**Año 30**	**Año 31**	**Año 32**	**Año 33**	**Año 34**	**Año 35**
82.297,38 €	94.642 €	108.838 €	125.164 €	143.939 €	165.529 €	190.359 €	218.913 €	251.750 €
15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Año 36	**Año 37**	**Año 38**	**Año 39**	**Año 40**	**Año 41**	**Año 42**	**Año 43**	
125.874,79 €	144.756 €	166.469 €	191.440 €	220.156 €	253.179 €	291.156 €	334.829 €	
-50%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	

Vemos que, en ese escenario, **el capital final es prácticamente la mitad que en el primer escenario con la rentabilidad del 10% anual**. Hemos buscado un 15%, y lo hemos conseguido en el 93% de los años, pero los errores han estropeado el proceso de capitalización compuesta. Mejor invertir a la defensiva, **intentando no perder**, que buscando la máxima rentabilidad. Si esa rentabilidad llega por aciertos extra, bienvenida sea, pero que no sea por un riesgo extra. Si encontramos empresas con las que **dormir tranquilos en las que estimamos conseguir un 10% anual**, las tendremos, con estas tablas siempre en mente.

Por otro lado, habrá quien piense que la rentabilidad que hemos conseguido hasta ahora no es suficiente, y piense en **endeudarse para invertir más y multiplicar la rentabilidad**, fabricando un "Numantia al 150%" o incluso un "Numantia al 200%".

Es lo que se conoce como "apalancarse", y en este caso conviene recordar al ya fallecido **Rick Guerin**. La mayoría de inversores conocen a Warren Buffett y a Charlie Munger, pero no tantos conocen al "tercero" de Berkshire Hathaway. Rick era amigo de Charlie, y fue accionista de Berkshire Hathaway y de otras inversiones en común como See`s Candies.

En el famoso ensayo de Warren Buffett de 1984, "**The superinvestors of Graham-and-Doddsvillle**"[2], Buffett refuta la hipótesis del mercado eficiente, evidenciando que existe una

[2] The-Superinvestors-of-Graham-and-Doddsville-by-Warren-Buffett.pdf

larga lista de inversores cuya rentabilidad extraordinaria no es fruto del azar, sino de una estrategia disciplinada enfocada en el valor a largo plazo. Entre esos inversores menciona a Rick Guerin, cuyo fondo **consiguió desde 1965 hasta 1983 una espectacular rentabilidad del +22.200%,** un 32,9% anual, mientras el S&P500 hizo un +316% en el mismo periodo.

Sin embargo, después del cierre de su fondo, nada se supo de él. En 2008 Monish Pabrai y Guy Spier pagaron $650.100 por cenar con Warren Buffett, y Monish le preguntó: ¿**Qué fue de Rick Guerin**? Esta fue la respuesta de Buffett:

> *"Charlie y yo siempre supimos que llegaríamos a ser increíblemente ricos. Pero no teníamos prisa por hacernos ricos; sabíamos que ocurriría.* ***Rick era tan inteligente como nosotros, pero tenía prisa****. Y lo que sucedió fue que en la recesión de 1973-74, Rick estaba apalancado con préstamos de margen. Y el mercado de valores bajó casi un 70% en esos dos años, por lo que recibió llamadas de margen, y me vendió sus acciones de Berkshire a mí. Compré las acciones de Berkshire de Rick a menos de $ 40 cada una, y así* ***Rick se vio obligado a vender acciones a $ 40*** *cada una porque estaba apalancado.*
>
> *Si eres un inversor incluso ligeramente por encima de la media que gasta menos de lo que gana, a lo largo de una vida es inevitable hacerte rico,* ***si eres paciente****."*

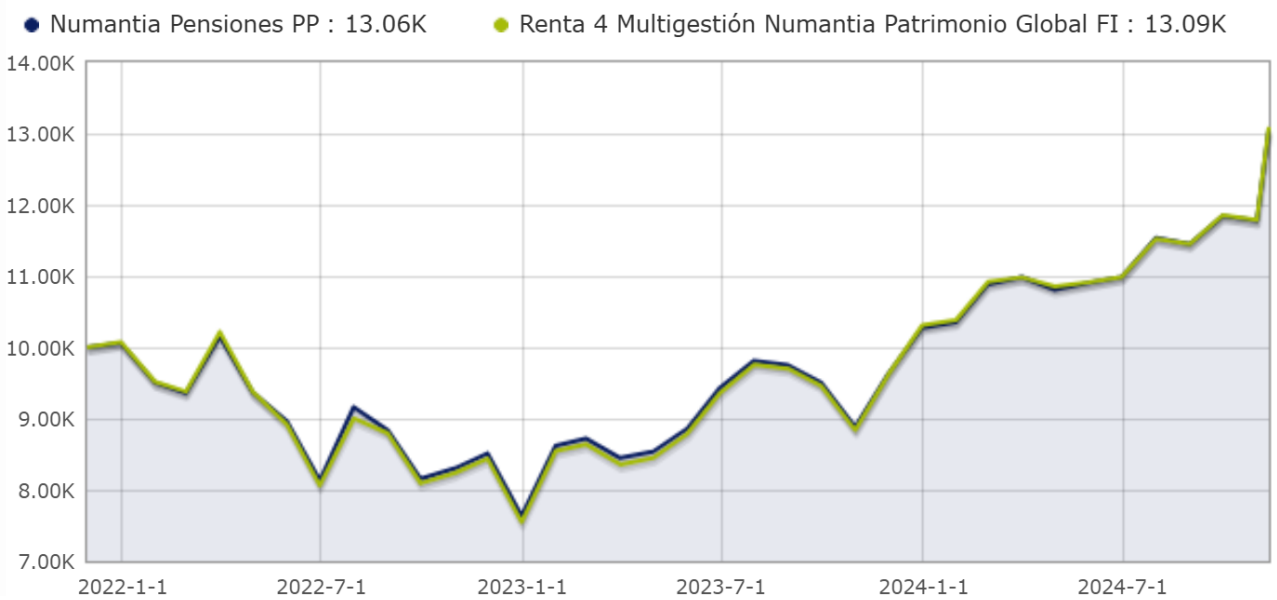
Las acciones de Berkshire Hathaway cotizan ahora a unos $700.000, más de 10.000 veces más, y esas acciones que tuvo que vender Rick Guerin a la fuerza por estar demasiado endeudado valdrían ahora una inmensa fortuna.

Buffett siempre ha funcionado al 70% de su potencial máximo, pues **está más centrado en perdurar**. Los directivos de FRP Holdings, por ejemplo, suelen **pecar de ser demasiado conservadores**. Es lo que la gestora PIMCO acuñó como "**mediocridad estratégica**", pues **invertir es un maratón, no un sprint**.

Si no soportas que **otro se esté haciendo rico más rápido que tú**, estás condenado a sufrir las consecuencias de las deudas, las estafas y las inversiones muy arriesgadas. Hay que armarse de paciencia y aprovechar el hecho de que **nadie quiere hacerse rico despacio**.

- **Plan de Pensiones:**

El objetivo de **Numantia Pensiones PP (Rentpensión XVIII FP)**, que puede contratarse tanto en Renta 4 como en MyInvestor, es tener la **misma cartera y comisión** que Numantia Patrimonio. Obviamente con las particularidades fiscales y **restricciones de liquidez** que caracterizan a todos los planes de pensiones. El plan ya tiene más de 3 años de vida.

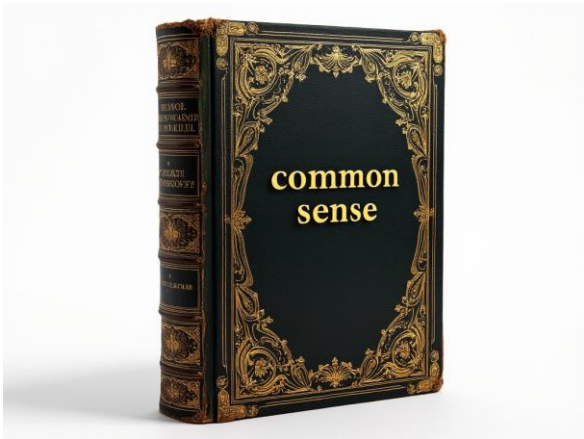


Mi intención es tener una única estrategia, así que seguirá habiendo un único fondo de inversión y un único plan de pensiones, ambos **con la misma cartera y la misma comisión**. Para mí lo importante es que alguien que esté haciendo aportaciones periódicas para su jubilación o para la educación de sus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

- **Comentario General y Filosofía:**

Cada año intento reformular la filosofía para que se entienda mejor, y creo que puede resumirse en tres aspectos: **sentido común, paciencia y constancia**.

El sentido común no vende, pero sí gana. Es de sentido común **invertir con un enfoque empresarial** porque las acciones son pedazos de empresas reales vendiendo sus productos y servicios a sus clientes. **Las cotizaciones** no son las empresas, la mayoría del tiempo esos precios **son sólo una distracción**, y en ocasiones, una oportunidad.



Es de sentido común **invertir sólo en lo que se entienda bien** y buscar aspectos que reduzcan la incertidumbre del futuro, como las **ventajas competitivas duraderas**, porque si no, es imposible hacer estimaciones acertadas y por lo tanto **no es posible valorar** una empresa.

Es de sentido común preferir que tus empresas sean **dirigidas por gente con inteligencia, energía y honestidad**, porque son las personas las que crean los resultados financieros futuros y alguien obsesionado con un propósito concreto es más probable que lo consiga.

Además, la **capacidad de adaptación** en un mundo cambiante es más importante que nunca. En última instancia **invertimos en personas**, pues **a largo plazo las personas SON la tesis** de inversión.

Es de sentido común querer **obtener de una inversión más de lo que se paga**; comprar empresas que estimas que están infravaloradas no es inversión en valor, es inversión a secas, es lo lógico. También es importante resaltar que **contabilidad y valoración no son lo mismo**, pues la valoración siempre es una estimación cara al futuro y es un rango dinámico, no un precio objetivo estático. Además, **sólo entendiendo bien una empresa** y su estrategia **puede interpretarse su contabilidad** y hacer estimaciones que tiendan a ser acertadas.

Estos aspectos, más que una filosofía de inversión, son fundamentos de una teoría de la inversión que no cambian, no caducan. Tiene sentido **enfocarse en el conocimiento que no caduque porque así se puede acumular**; no sólo en la teoría de la inversión o en leyes físicas y económicas, sino en aspectos que tarden en modificarse, que tengan **mucha inercia**, como las llamadas **"megatendencias" o patrones de comportamiento** repetitivos típicos del ser humano. Si algo hemos aprendido de la historia es que **la gente no aprende de la historia**, que **somos predeciblemente irracionales** e impacientes por naturaleza.

La paciencia también es un aspecto clave porque los proyectos empresariales tardan en madurar al igual que los árboles tardan en crecer. Invertimos a **largo plazo**, y largo plazo 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. Y para **mantener la calma ante las fluctuaciones de los precios** hay que conocer bien las empresas en las que invertimos y su valor razonable, pues un patrimonio no se compra ni se vende constantemente; **un patrimonio se tiene, se mantiene, se vive de sus rentas y se deja en herencia**. ¿Cuándo es el mejor momento para empezar con el primer ladrillo? ¿Con los primeros 10€ de tu patrimonio? ¡AHORA! ¿Y para destruirlo? NUNCA.

Suelo decir que **si los pisos cotizasen la gente se volvería loca**. La gente puede estar 10 o 20 años sin comprobar el precio medio por metro cuadrado de la zona donde vive, pero mira el valor liquidativo de un fondo todos los días. Hay que conseguir la misma sensación de arraigo que se tiene con la vivienda principal con las participaciones de los fondos de inversión. El mismo **enfoque de visión a largo plazo** que nos da a los españoles la propiedad inmobiliaria, **tenerlo con la propiedad de un patrimonio empresarial**, el cual además puede ser más rentable, más seguro y líquido que un inmueble. También más flexible a la hora de vender o pignorar. En definitiva, enfoque de **empresa familiar**, que es lo que yo he vivido desde niño.

De hecho, me consta que hay varias empresas españolas que tienen Numantia en su balance y para ellos el **fondo es otra línea de negocio**, que en ocasiones resulta más rentable que el resto de su empresa, o sirve como activo de fácil liquidación para emergencias.

Y por último **la constancia, mía y vuestra**. La constancia es clave, ahorrar 8€ al día son casi 3.000€ al año, leer 20 páginas al día son 30 libros al año, y andar 10.000 pasos al día son 70 maratones al año. **No subestimes el poder de los pequeños hábitos**.

Es mi trabajo y mi obsesión mantener la vigilancia, el entusiasmo y la tensión intelectual alta para no caer en la complacencia, estar al día y descubrir errores y nuevas oportunidades. Mantener la disciplina y la calma en cualquier escenario y ser predecible para vosotros.

Me motiva el hecho de que **es posible ser mejor inversor con la edad**. No puedes ser mejor jugador de futbol con 80 años que con 20, es una habilidad que va a peor. Con la inversión al menos *puede* que vaya a mejor. Si sigues acumulando información, viendo patrones, manteniendo la calma ciclo tras ciclo, aprendiendo y desaprendiendo, manteniendo la curiosidad y la lucidez, es posible ser mejor inversor con 80 años que con 20.

No es condición necesaria para ser buen inversor aumentar tu edad, pues **no hace falta ser mayor para tener razón,** y tampoco es condición suficiente porque **puedes quedarte anclado en ideas del pasado**, en empresas del pasado, tienes que cambiar conforme cambia el mundo. Pero como requiere tiempo acumular conocimiento y experiencia, es posible ir a mejor con los años. Siendo un atleta no, muy difícil.

Y en esta **división del trabajo** entre vosotros y yo, donde vosotros tenéis que estar enfocados en vuestro trabajo y en vuestra vida y yo atento a encontrar buenas empresas a buenos precios, es importante recordar la **teoría del coche rojo**. Es más bien un fenómeno.

Imagina que te pregunto: "¿Cuántos coches rojos has visto hoy?"

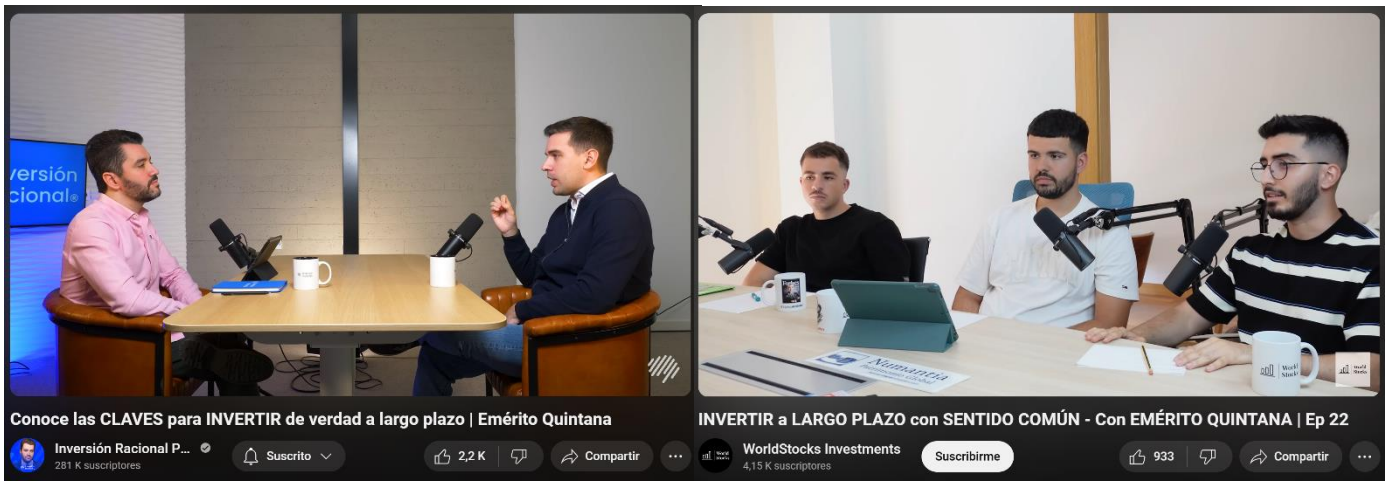
Seguramente te sea difícil responder, puede que recuerdes alguno, pero sin poder entrar en detalles.

Ahora imagina que te digo: "**Por cada coche rojo que veas mañana, te daré 50€**". Ahí la cosa cambia, tendrás un poderoso incentivo para estar atento, y contarás muchos coches rojos. No sólo los verás más fácilmente, los buscarás. ¿Ha cambiado el mundo? No, es el mismo, pero **ahora prestas atención**. En mi caso no son 50€, pueden ser **millones de euros**.

Si no sabes lo que buscas y no estás atento, no te das cuenta de las oportunidades cuando pasan. No es suerte, es atención. Las oportunidades están ahí, pero no las ves. Es lo que Israel Kirzner llama "**Alertness**", la empresarialidad vigilante.

Por vuestra parte, os recomiendo **vigilarme al menos una vez al año** en la reunión anual, para juzgar mis explicaciones de las empresas en cartera, mi consistencia, mi aprendizaje, mis aciertos y mis errores.

A los nuevos partícipes les recomiendo leer las **2 últimas cartas** antes de invertir. Y quien prefiera los vídeos para hacerse una idea de la filosofía del fondo, le recomiendo ver mi entrevista en el canal de **Inversión Racional o en WorldStocks**, o ambas.



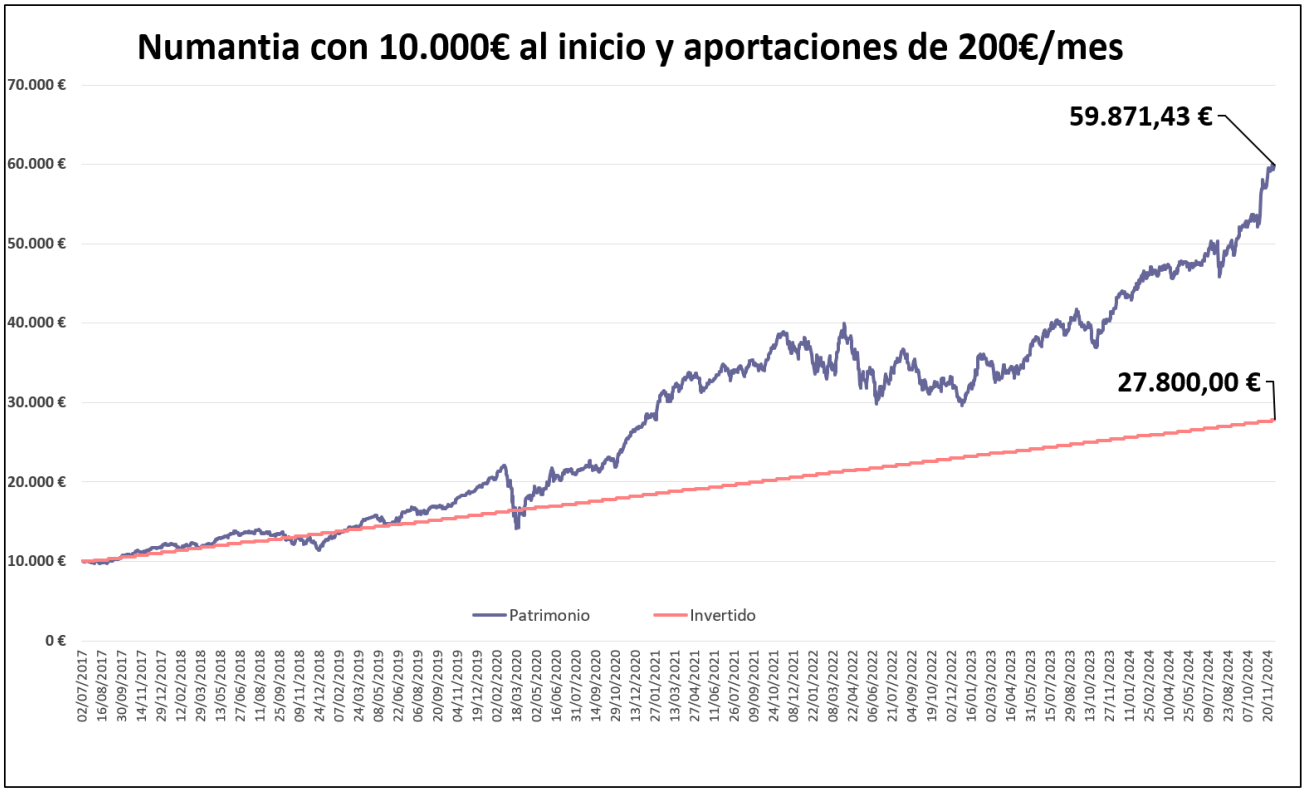
También es clave para el partícipe **la constancia en las aportaciones periódicas**, pues la "magia" de las mismas surge de las aportaciones en los malos momentos. Tras un largo periodo de aportaciones periódicas a un fondo de inversión, solemos darnos cuenta de que **la volatilidad ha sido en realidad nuestra amiga al permitirnos reducir nuestro coste medio de adquisición de las participaciones**, y que ese beneficio desaparece si se dejan de hacer aportaciones sistemáticas en los momentos de pánico.

Veámoslo con un ejemplo:

Mes	Aportación	Precio por Participación	Participaciones Compradas
1	200 euros	10 euros	20
2	200 euros	5 euros	40
3	200 euros	15 euros	13.33

En este ejemplo se ha invertido un total de 600€ en 3 meses para comprar un total de 73,33 participaciones de un fondo de inversión**. El valor liquidativo medio del fondo ha sido de 10€ por participación**, (10 € + 5 € + 15 €) / 3 = 10€. Sin embargo, **el coste medio por participación ha sido menor, 600 € / 73,33 = 8,18 €**. La volatilidad ha permitido reducir nuestro valor de adquisición, siempre que mantengamos la disciplina en los pánicos.

A pesar de todas las tentaciones cortoplacistas **estoy muy orgulloso de comprobar que Numantia ha atraído a un grupo de inversores con templanza y con disciplina de ahorro periódico**, así que quiero compartir un ejemplo del resultado de esta estrategia de ahorro sistemático desde el inicio:



También me alegra mucho comprobar que **se abren muchas cuentas a niños** para que inviertan en Numantia, y que al mismo tiempo me lleguen **historias de personas mayores** para las que el fondo ya ha marcado la diferencia en su jubilación.

Los niños suelen tener una visión muy **optimista sobre el futuro lejano**, quizá no sea mala idea invertir con el mismo enfoque. En ocasiones los padres comentan sobre alguna inversión: "**Si tuviera que invertir un dinero para el futuro de mi hijo, sería aquí**". Quizá ese sea un buen filtro para construir la totalidad de nuestra cartera. Además, cuando se trata de nuestros hijos, se minimiza la tentación de vender por miedos pasajeros. Mis decisiones de inversión pensando en **los hijos de los partícipes** suelen ser las que más frutos dan.

- **Escoge tu "difícil":**

Tenemos **un dinero que es mal depósito de valor**, es prácticamente una certeza que perderá algo de valor año tras año. Eso es la **inflación**, no es que suba el precio de las cosas, es que **baja el valor del dinero**. Si queremos mantener nuestro poder adquisitivo y hacerlo crecer, **invertir es imperativo**. Hay que vencer a la inflación y al impuesto al patrimonio año tras año. En realidad, **la inflación es otro impuesto más**, muy dañino, pero menos obvio.

Es necesario invertir **una vez que tienes tu mínimo vital cubierto**, obviamente, y un colchón suficiente, lo que cada uno crea conveniente. Además de seguros para escenarios catastróficos. Pero a partir de ahí, no tiene sentido atesorar más y más euros en el banco. **Los ricos no tienen dinero, tienen capital**. Su riqueza no es dinero en el banco, es el precio actual de sus inversiones.

En realidad, **sólo existen dos opciones**: podemos ahorrar hoy para estar mejor en el futuro, o gastar todo hoy, e incluso endeudarnos hoy, a costa de tener que apretarnos el cinturón a la fuerza, obligatoriamente, en el futuro.

Ahorrar es "duru", supone un esfuerzo, un sacrificio que nos gustaría evitar, pero es algo tan necesario para el ser humano como alimentarnos. A pesar de este infierno fiscal, **siempre se puede ahorrar**, nuestros padres y abuelos lo hacían a pesar de que vivían mucho peor; el problema es que **vamos ajustando nuestras expectativas al alza** conforme el mundo mejora y al final nunca somos felices.

Cuando somos niños y adolescentes gastamos y consumimos mucho, pero no producimos nada. **Cuando nos jubilamos tenemos muchas necesidades y gastos, pero no producimos nada**. Lo mismo ocurre cuando estamos enfermos, de vacaciones, de fin de semana o durmiendo. Cuando ocurre una emergencia. **Cuando cuidamos a nuestros hijos y padres.**

Hace falta ahorro para todos esos momentos de la vida en los que no producimos. Y también hace falta un **ejército de ahorradores que paguen a los trabajadores hoy**, quienes no quieren esperar a cobrar hasta que los productos finalmente se vendan, ni asumir el riesgo de que se acaben vendiendo o no. También es la acumulación de capital la que permite que suban los salarios, no produce lo mismo un trabajador con una azada que uno con un tractor. Son los ahorradores los que aportan **financiación a empresarios con buenas ideas** que no tengan capital. Y también son los ahorradores los que **sostienen todos los bienes de capital** que ves a tu alrededor: fábricas, máquinas, ordenadores, infraestructuras. Todo se está depreciando y estropeando día tras día.

Imagina a un **taxista** que sepa que su coche, que es su herramienta de trabajo, dura 10 años hasta que tenga comprar uno nuevo. **Si no ahorra** al menos la décima parte del coste futuro del coche nuevo todos los años, **su negocio se acabará**.

Recuerdo que, durante mi formación como Asesor Financiero Europeo, me dijeron que el asesor perfecto planificaba las finanzas durante toda la vida de una persona **para que el último euro se gastase en la lápida**. Imagina que todo el mundo pensase así, no podrías vender tus activos porque **nadie querría cambiar tu posición de ahorrador por la suya**, todos querrían vender, descapitalizarse, los activos de depreciarían y estropearían, así que volveríamos a las cavernas, siendo todos muy pobres, en una economía que podría soportar a muy pocos seres humanos con vida. **Si no mueren millones de personas es por lo que ahorraron nuestros antepasados**, y porque hay personas hoy que se esfuerzan y planifican con un horizonte temporal **más allá de su propia vida.**

Capitalizarse es bastante mágico, pero no es visible, es como la energía potencial en física, una pelota de cierto peso a 100 metros de altura tiene mucha energía potencial gravitatoria, pero no se ve, no se nota, no brilla ni emite ondas electromagnéticas, pero **tiene una energía que puede utilizar y transformar**.

De igual forma alguien con mucho patrimonio puede que no consuma en exceso, que no se note, pero **es una persona mucho más libre**, con opciones, con margen de maniobra, que **puede vivir más tranquila**, cuidar de los suyos y responder ante emergencias.

Hay muchas personas viviendo permanente **a una o dos nóminas de la ruina**. Otras ganan 1.500€ y **gastan el 90% cada mes**, y seguirán gastando el 90% si su sueldo sube o baja. Sin embargo, un sueldo fijo es algo artificial a lo que nos malacostumbramos, no es muy sensato ahorrar tan poco.

Un autónomo que gana un mes 1.500€ y al siguiente mes gana 6.000€ no puede andar gastando el 90% de sus ingresos, porque **sabe que llegará un mes de -2.000€**, que habrá años buenos y malos, y momentos en los que no pueda trabajar. Tenemos que pensar en esos momentos, además de en los imprevistos, en nuestra jubilación y en nuestros padres e hijos.

Quizá **ese hábito del ahorro está adormecido por el sistema público de pensiones**, que nos incentiva a no ahorrar porque “el Estado nos cuidará”, o porque “es un derecho que gano por haber cotizado”, nos lo venden con retórica de seguro. Pero **en un sistema de reparto no hay**

nada ahorrado, todo se gasta año tras año. Ni siquiera existió nunca la llamada "hucha de las pensiones", es un artificio contable[3].

Sí, nos engañaron. Al margen de lo que hayamos cotizado y de lo que nos hayan prometido, **los políticos de nuestros nietos decidirán nuestra pensión** según lo que haya para repartir en ese momento, y entre cuántos haya que repartir. Y la evolución de la demografía es la que es, las matemáticas son las que son. Las pensiones públicas serán de subsistencia, supondrán un porcentaje menor sobre el último sueldo que el que hay ahora.

Vivir en ese futuro sin un complemento a la pensión pública sí será duro, no ahorrar un poco ahora. Por eso digo "escoge tu difícil", porque si ahorrar ahora nos parece duro, la alternativa puede ser aún más dura: **no tener independencia, no poder ayudar a nuestros familiares, no tener libertad.**

Los gráficos de capitalización compuesta son muy esperanzadores, pero **también existe la dificultad compuesta**. Intentar comer bien o dejar de fumar y beber a los 75 años se hace mucho más cuesta arriba que tener buenos hábitos desde joven.

Con el ahorro y la inversión ocurre igual. El principio es lo más duro, pero imagina que llegas a tus primeros 100.000€ y que esperas de forma conservadora conseguir un 6% de rentabilidad. Ahí tienes **tu primera impresora de 6.000€ al año**. Tu primera red de seguridad.

Lo arriesgado es depender únicamente de un sueldo, o que todo tu patrimonio sea un único negocio físico.

La importancia de ahorrar no es sólo por enriquecerse o por disciplina y valores, sino **por supervivencia**. Hay muchas tecnologías avanzando de forma exponencial. Puede que ahorrar ahora marque la diferencia entre **tener acceso a una tecnología de salud o de extensión de la vida** o no. O la diferencia entre morir aquí o en Marte.

Y, por último, hay que tener en cuenta que **cada vez hay más capital y menos trabajo**, así que si no ahorras e inviertes en ese capital te quedarás atrás en esa distribución de riqueza. Si sólo tienes tus manos y tu trabajo, te vas a aprovechar del aumento de la productividad, sí, pero no tanto como el dueño de los bienes de capital, **no tanto como los accionistas de las empresas dueñas del software, la infraestructura, la inteligencia artificial y los robots**.

Ese es el sueño en realidad, **una sociedad de propietarios**[4].

[3] La hucha de las pensiones nunca ha existido: es un artificio contable - Emérito Quintana - Libre Mercado
[4] Propuesta de Informes Instituto Juan de Mariana

- **Educación Financiera:**

Muchos ya sabréis que yo **no puedo asesorar a particulares** sobre su situación concreta, yo sólo asesoro a Renta 4 Gestora, pero sí puedo dar mi opinión en público sobre estos temas, en general, y me gusta que cualquiera pueda escuchar mi opinión sobre temas que considero importantes e interesantes.

En cuanto a la educación financiera, **una asignatura pendiente en España**, quise dar en la reunión algunas ideas para que la gente se cuestione cosas o investigue conceptos que quizá no hayan oído nunca, por ejemplo:

- Ver tus finanzas personales como una empresa, con **tu activo y tu pasivo**.

- En cuanto a las **hipotecas**: saber que se pueden renegociar con el banco o cambiar de banco durante la vida de la hipoteca para refinanciar a la baja en un entorno de tipos bajos, o cambiar de variable a fija. También la idea de **invertir en un fondo monetario en vez de amortizar**, lo cual puede ser equivalente financieramente, pero te aporta **más flexibilidad**.

- **Préstamos lombardo**, que son préstamos que dan los bancos con **fondos de inversión como garantía**. Hace poco un responsable de banca privada me comentaba que los estaban dando al **Euribor +0,8%**, hasta el 70% del valor de un fondo de renta variable y **sin demostrar ingresos**. Se puede llegar a vivir de ello sin tener que vender el fondo nunca y sin pagar impuestos, pero requiere un capital muy elevado, es la **estrategia "Buy, Borrow, Die**". Una utilidad más probable es la necesidad de un dinero para **reformar un inmueble heredado** para poder venderlo bien, sin tener más que un fondo de inversión. Con un préstamo así se puede conseguir liquidez, **reformar el inmueble**, venderlo, y devolver ese préstamo barato, sin tener que vender el fondo nunca.

- Vender un fondo de inversión al jubilarse para **reinvertir en una renta vitalicia** y evitar pagar por la plusvalía acumulada, al menos hasta 240.000€.

- **Estrategia del doble monetario** para vender parte de un fondo de inversión intentando minimizar el impacto fiscal. Es algo complejo y agresivo, y no elimina las plusvalías latentes, pero sí puede diferir el pago si lo que se pretende es una venta parcial. Podéis leer sobre los detalles aquí: Fiscalidad de Fondos de Inversión → ¿Cómo Optimizarla?

- **Nada más práctico que una buena teoría:**

A veces se menosprecia la teoría económica y su utilidad para la inversión, pero **la teoría son las gafas con las que interpretamos todo** lo que ocurre, nos ayuda a darnos cuenta de oportunidades y también a evitar errores.

En la reunión de 2023 explicamos, por ejemplo, **cómo surgen los precios** de los activos y por qué el mercado siempre será volátil.

En la reunión de este año Numantia - Reunión Anual de Inversores 2024 , desde el minuto 44, explicamos más ejemplos que no se podrían entender sin la teoría adecuada:

- **Por qué el sueldo de un camarero en Suiza es mayor** que el de un camarero en Teruel, aunque ambos hagan exactamente el mismo trabajo.
- El origen de la rentabilidad de las inversiones, con el ejemplo de un huerto de tomates.
- Por qué **los precios determinan los costes**, y no al revés como la gente piensa.
- Los **peligros de razonar por analogía** en vez de por principios fundamentales o leyes económicas.
- El **enfoque en la reducción de incertidumbre** al analizar empresas, en vez de la clásica categorización de ventajas competitivas, lo cual desarrollo en el artículo "**Buscando empresas que perduren**" en la revista: Revista-13-Buscando-Valor-Septiembre-Noviembre-2021.pdf

Cartera actual, movimientos y errores:

Empresa	Peso %
Tesla Inc	10,5
Brookfield Corp	9,0
FRP Holdings Inc	8,0
Howard Hughes Holdings Inc	5,8
Amazon.com Inc	4,5
Apollo Global Management Inc	4,5
META PLATFORMS INC-CLASS	4,1
Fairfax Financial Holdings Ltd	4,1
Canadian Pacific Kansas City L	4,0
Canadian Natural Resources Lt	3,6
St Joe Co/The	4,0
KKR & Co Inc	3,1
Markel Corp	3,0
Bollore SA	2,8
Mid-America Apartment Comm	3,0

Empresa	Peso %
Sky Harbour Group Corp	2,4
Seaport Entertainment Group In	2,2
DREAM Unlimited Corp	2,1
Floor & Decor Holdings Inc	2,0
GXO Logistics Inc	2,0
Casey's General Stores Inc	1,9
Red Rock Resorts Inc	1,8
Canadian National Railway Co	1,7
Eurofins Scientific SE	2,5
AST SpaceMobile Inc	1,5
Apartment Investment and Manag	1,4
Pure Cycle Corp	1,2
Vidrala SA	0,8
Georgia Capital PLC	0,8
Liquidez	1,7

Esta es la cartera completa a 05/12/2024. Son 29, pero el objetivo es tener 25 empresas.

Las 10 principales posiciones son prácticamente las mismas que el año pasado y suponen casi el 60% del fondo, es lógico que las ideas de más convicción cambien menos. Hay empresas más recientes y otras que tenemos desde el inicio en 2017. No puedo explicarlas todas en detalle en cada reunión o en cada carta, pero para tener una mayor sensación de continuidad y poder tener las **referencias que he hecho de las empresas en cartera a lo largo de estos años**, os puede servir este cuadro:

Desde esta página o minuto	1ª carta	2ª carta	3ª carta	Reunión 2018	4ª carta	Reunión 2019	5ª carta	Reunión 2020	6ª carta	Reunión 2021	7ª carta	Reunión 2022	8ª carta	Reunión 2023
Brookfield Corp	19	22 y 27	28	11, 16 y 59	16	48, 68 y 95	23	103	8	33 y 108	16	56	19	34
Tesla Inc							6	74 y 90	30	94 y 117	21	101	20	86
FRP Holdings Inc									25	39		44	11	56 y 125
Howard Hughes Holdings Inc	16					54	22		22	6 y 38		66	19	
META PLATFORMS INC-CLASS A	16		30	95	5		12	73		41	25	5, 60 y 98	20	18
Apollo Global Management Inc										34	16	56		
Amazon.com Inc	21			86		43 y 49			25		24	126	16	95
Fairfax Financial Holdings Ltd									19	37				
KKR & Co Inc											16	56		
St Joe Co/The							22		23		28			65
Canadian Pacific Kansas City L													12	59
Markel Corp			29						15					
DREAM Unlimited Corp							22					56		
Mid-America Apartment Communit														
Seaport Entertainment Group In														
Canadian Natural Resources Ltd												94		
GXO Logistics Inc														
Bollore SA				78				24	31	41		64		
Floor & Decor Holdings Inc												64	18	
Red Rock Resorts Inc													24	
Casey's General Stores Inc														
Apartment Investment and Manag														
Sky Harbour Group Corp														
Canadian National Railway Co														
Eurofins Scientific SE	21												18	
Pure Cycle Corp												76		
Vidrala SA														110

Podéis ver **el minuto o la página** en la que se habla de ellas en pasadas reuniones o cartas. Las filas marcadas en verde son inversiones recientes, y alguna de esas tesis las resumí en la reunión de inversores de 2024. Faltarían en la tabla **Georgia Capital**, que estuvo en Numantia en el pasado, pero creo que no la he explicado en detalle en el pasado, y **AST Spacemobile**, que es nuestra inversión más reciente, posterior a la reunión anual.

Me gustaría comentar en esta carta algunos comentarios sobre empresas en cartera, aunque pueda ser repetitivo para aquellos que ya hayan visto la reunión. En realidad, para quien haya visto la reunión, toda la carta resultará repetitiva.

Brookfield

Como podéis ver en la tabla de referencias**, he hecho comentarios sobre Brookfield en todas y cada una de las cartas y reuniones**. Es lógico, pues ha sido la primera o segunda posición del fondo desde el inicio hace más de 7 años. En la reunión de 2023 dediqué más de 20 minutos a hablar sobre ella porque era bastante obvia su infravaloración. La cotización ha subido más de un 80% desde entonces, pero seguimos pensando que **está infravalorada**. Lo pensamos de **todas las empresas en cartera**, o no estarían en cartera.

Comentaba el año pasado que se estimaba que Brookfield iba a generar un **flujo de caja libre de $43.000 millones en los siguientes 5 años**, y que la empresa cotizaba a $53.000 millones. También hablé del valor **del negocio asegurador**, que en 2030 por sí sólo podría ser más valioso que la capitalización de 2023 de toda la empresa. Hablamos también del valor de las **comisiones de éxito sin cobrar**, una joya no tan oculta.

Mencioné que **la salida a bolsa de la gestora**, BAM, les serviría para **aflorar valor y para tener más opciones de asignación de capital**, como usar las acciones de la gestora como **moneda de cambio para otras inversiones**, si estas llegaban a un valor razonable, como así ha sido.

La mayoría del valor en estas empresas se va a generar por la asignación de capital, por **cómo invierten año tras año el dinero que generan**, y a qué rentabilidad. No es tan relevante los beneficios que ganarán el próximo año, sino el **talento que tienen asignado capital** durante décadas. Cambiar su sede a Estados Unidos también puede ser un catalizador que sabrán aprovechar.

Es interesante también que han dedicado **$1.000 millones durante los últimos 12 meses para recomprar acciones propias**, y los ambiciosos planes que tienen. Tras tardar 25 años en llegar a $1 Trillion en activos bajo gestión, pretenden duplicar esa cantidad en sólo 5 años.

Una parte importante de ese crecimiento vendrá de su rama aseguradora, encajando adecuadamente sus activos con provisiones a largo plazo de **una población envejecida que no ha ahorrado lo suficiente para su jubilación**, como ya viene haciendo desde hace años otra empresa en cartera: **Apollo**.

Ferrocarriles

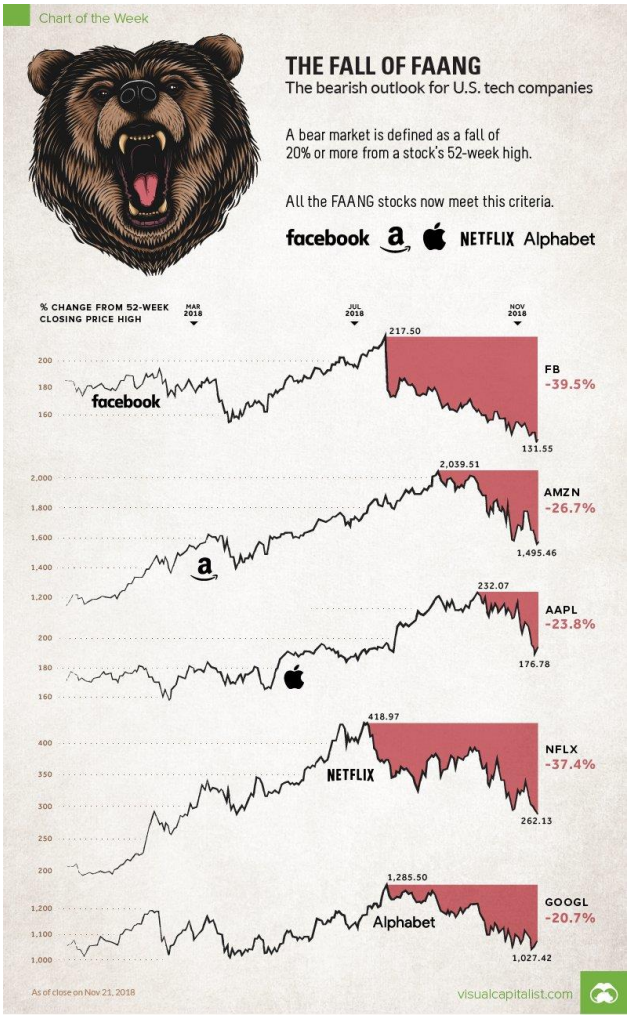
Ahora somos accionistas de las dos grandes empresas canadienses de ferrocarriles: **Canadian National y Canadian Pacific Kansas City**. Cada una tiene sus particularidades, pero son un duopolio de infraestructuras clave en Canadá.

Este mes de agosto tuvo lugar una situación interesante. Históricamente, los convenios colectivos con los trabajadores se renovaban en años alternos para que no cuadren las negociaciones al mismo tiempo, pero en agosto de este año coincidieron y **hubo una huelga**.

Estos activos son tan importantes que **la huelga duró menos de un día** porque tuvo que salir el ministro de trabajo a decir que eso era algo que afectaba a todos los canadienses y que era un tema de **interés nacional** por la **paz** de las industrias. Renovó automáticamente los convenios anteriores, impuso un arbitraje definitivo y vinculante para futuras disputas y ordenó que los trabajadores volvieran a sus puestos. Los trenes no se pueden parar o el país se derrumba. Ahora cotizan a **precios más bajos que en la huelga**.

Meta

Ahora oímos hablar todos los días de "**las 7 magníficas**", pero hace 6 años sólo se oía hablar de las **FAANG** (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, y Google). Definitivamente **los precios marcan las narrativas**. Ya por aquél entonces se hablaba de **modas y burbujas**, pero la realidad y la rentabilidad de esas empresas durante estos años han demostrado que, al menos entonces, esos temores eran infundados. Pero ¿**por qué las FAANG estaban infravaloradas** a pesar de ser empresas muy grandes y con muchos analistas?



Por un lado, **la contabilidad no era obvia** porque **muchas inversiones se camuflaban como gastos**, haciendo que los múltiplos contables parecieran artificialmente altos.

Además, se cree que las empresas más grandes están valoradas de forma más eficiente por el mercado, cuando en muchas ocasiones sucede lo contrario, que **dichas empresas se mueven más por las narrativas imperantes y el sentimiento del mercado a corto plazo** que por la estimación razonable de su futuro a largo plazo.

Los inversores que buscaban máximo crecimiento no se fijaban en ellas, pues las FAANG crecían, pero no eran las empresas que más crecían. Y **los inversores que buscaban la última tecnología tampoco** se interesaban por ellas. Decían, con razón, que Google y Facebook son **simplemente agencias de publicidad** en el mundo digital.

Por su parte, los inversores que sólo buscan empresas **estadísticamente baratas** siempre pensaban que estaban caras, así que estas empresas quedaban huérfanas.

Por último, muchos inversores creían que el aumento de la gestión indexada aumenta la valoración de las empresas más grandes en el índice en una especie de círculo vicioso, lo que parecía la explicación perfecta para su supuesta sobrevaloración. Pero no, no funciona así, los inversores activos siguen poniendo los precios de los activos.

En cuanto a la situación actual de Meta, Zuckerberg quiere controlar la próxima gran plataforma social, con **su propio hardware y su propio sistema operativo**, sea cual sea, y tiene lógica que **la progresión tecnológica avance hacia una mayor sensación de presencia**, ya sea con realidad virtual o con realidad aumentada. Está empeñado en ello porque sabe que, sin Apple ni Google "molestándoles", ahora mismo **ganarían el doble**.

Ha cumplido con el aumento de la eficiencia, se dio cuenta de que sobraban muchos empleados y de que **él mismo se había alejado del producto**; entendió que **los comités no funcionan**. Su ideal es el de Elon Musk y Tesla: que la empresa sea un 100% de **ingenieros aportando al producto final, sin burocracia** ni puestos intermedios. Además, es importante para él el **legado que va a dejar**, y eso empuja a un fundador a tomar **a decisiones duras pero buenas para el largo plazo**. Zuckerberg ha vuelto a ponerse en "**modo fundador**".

Canadian Natural Resources

¿Por qué a largo plazo la rentabilidad del oro es buena y la de los mineros de oro no? Como explicamos en la carta de Numantia de agosto de 2018, dado que cada onza de oro no genera onzas adicionales, y para no invertir directamente en el metal precioso, algunos gestores tratan de buscar alternativas invirtiendo en "**empresas productivas expuestas al oro**", como las empresas mineras. De esta forma parece que, si el oro sube, el valor de las minas subirá más que proporcionalmente, mientras se siguen generando beneficios año a año.

Suena bien, **pero no funciona así**. La minería de oro es un muy mal negocio que ha destruido valor durante décadas. Además de los riesgos de exploración, políticos, y operativos, una subida del precio del oro provoca un aumento general de la producción, lo que agota las minas actuales más rápidamente y **provoca que los nuevos terrenos y reservas sean más caros por la competencia y la inflación, escaseando también la maquinaria y el trabajo**, por lo que los márgenes de estas empresas intensivas en capital nunca terminan de mejorar. Ni siquiera en los años 70, con la vertiginosa subida del oro, las mineras de oro consiguieron crear un valor siquiera cercano a la propia subida de precio del metal.

Lo expliqué en su día para hablar de que las empresas de royalties de oro tienen un mejor modelo de negocio, pero **ya no invertimos en ellas porque existe Bitcoin**, que es muy superior al oro, resuelve sus problemas históricos, y a largo plazo existe riesgo de desmonetización del oro, como ya ocurrió en su día con la plata.

En este caso hablamos de otras materias primas**: el petróleo y el gas**. Tampoco me gusta la realidad económica de la mayoría de los negocios de extracción de petróleo porque la

producción cae rápidamente, los costes aumentan, y hay que buscar por el mundo un nuevo yacimiento. Pero el caso de Canadian Natural es distinto, tienen unas grandes reservas que **pueden extraer durante décadas con bajo declino** y bajos costes de mantenimiento. Puede ser rentable con precios del petróleo muy bajos, y **son muy disciplinados en cuanto a la asignación de capital** para maximizar el valor para el accionista. Son excelentes aumentando la producción con el mínimo riesgo, y lo han demostrado con su última compra. En este caso, es una empresa que funciona casi **como un royalty**.

Bolloré

Hablamos de la **simplificación de la compleja estructura del grupo Bolloré** en la reunión de Numantia de 2018, y se está avanzando mucho en la buena dirección, pero está tardando más de lo que esperaba.

Es curioso porque, aunque uno haya mantenido la posición durante años**, sin aparente rotación, la empresa es completamente distinta**. En 2018 la mayoría del valor era la logística en África, y ahora la mayoría del valor es su posición en UMG, el sello discográfico.

La infravaloración se ha mantenido, incluso ha aumentado, y están haciendo lo correcto para aprovecharla: **vender activos a buenas valoraciones, sacar a bolsa otros activos para que se reconozca su valor, y recomprar acciones propias** a un ritmo de 1 millón de acciones por semana, además de las operaciones que están realizando en las empresas holding del grupo. Otra empresa en cartera cuya cotización está plana en los últimos 5 años, **Eurofins**, está recomprando acciones a un ritmo de 250.000 acciones por semana.

Creo que **merecerá la pena seguir teniendo paciencia**.

GXO

Formaba parte de nuestra vieja conocida XPO, centrada en la división de la logística por contrato. **La logística es cada vez más compleja** y hay una tendencia a la externalización por parte de las empresas, que quieren un servicio a medida sin tener que gestionarlo ellos mismos, convirtiendo un coste fijo en uno variable, un coste que además en una pequeña parte del total.

GXO ofrece servicios de almacenamiento, distribución, comercio electrónico, devolución de pedidos, personalización de embalaje, etc. **Es clave para las empresas, así que firman contratos a largo plazo** con ellos.

Aunque son la segunda empresa más grande del sector, sólo tienen un 6% de la cuota de mercado, así que aún hay **mucho margen para crecer**. Tienen casi 1.000 instalaciones en 28 países, algo muy importante para empresas multinacionales, y que se traduce en una tasa de

retención de clientes del 95%. Además, su base de clientes está muy diversificada, ningún cliente supone más de un 4% de los ingresos.

Es una empresa con ventajas por **economías de escala, alcance global, mucho más automatizada que la media del sector, con costes de cambio para el cliente, con contratos a largo plazo, y lo más importante, con la cultura de Bradley Jacobs**.

Estoy contento con las últimas noticias sobre la empresa porque había rumores de que la querían comprar, y **finalmente no va a ser así**. Es una muy buena oportunidad para los próximos años, que me deja tranquilo y tiene una buena rentabilidad esperada.

En cuanto a la **nueva empresa de Bradley Jacobs, QXO**, estoy en contacto con ellos y la vigilo para tener en el futuro una posición importante en el fondo, **cuando la valoración tenga sentido**. Podéis ver una presentación mía reciente sobre la empresa aquí.

Mid-American Apartments

Fue curioso que, a principios de 2024, las empresas cotizadas dueñas de apartamentos residenciales de calidad en Estados Unidos ofrecían una rentabilidad por alquiler del 7%, cuando normalmente los inversores de fondos privados comienzan a salivar cuando encuentran activos similares rentando al 5,5%.

Sin embargo, esos inversores con miles de millones para invertir **no quieren comprar acciones de empresas como esta porque cotizan y sus clientes no quieren sufrir la volatilidad** del mercado.

Debemos darles las gracias entonces, pues es difícil encontrar ideas de activos de calidad con muy bajo riesgo que nos ofrezcan rentabilidades esperadas anuales de doble dígito.

Comentarios finales

En cuanto a posiciones como **Casey's Stores o Sky Harbour**, creo que el resumen que expongo en la reunión anual de 2024 resultará de ayuda, así como la tesis de **Galician Investor** sobre Sky Harbour. Recomiendo también la reunión anual de 2024 para ver algunos ejemplos de **errores de inversión** del año y reflexiones al respecto. Habrá más errores en el futuro.

Empresas como **Sky Harbour** o la última incorporación al fondo, **AST Spacemobile**, son ideas más arriesgadas que la media del fondo, pero también tienen **más rentabilidad esperada**. No poseen amplios fosos defensivos actualmente, pero sí **los están construyendo** y pueden llegar a ser empresas de calidad muy rentables.

Además, existe una lógica desconfianza entre los inversores cuando las empresas **aún no generan el flujo de caja necesario para sostenerse por sí mismas**, pero esas situaciones también son una fuente de **oportunidades**, si se analizan en detalle.

Ambas empresas esperan **pasar de quemar caja a generarla en los próximos 24 meses**, están en una situación similar a Tesla en 2017. AST la vigilo desde 2021, pero **no me gustan las situaciones de "multiplicar x100 o quebrar"**. Ahora mismo el potencial sigue siendo muy elevado pero los riesgos tecnológicos, regulatorios, de financiación y de ejecución son mucho menores que antes. Estoy deseando ver la contabilidad de 2030.

Muchas gracias por vuestra confianza.

Eventos destacados del periodo:

- Numantia - Reunión Anual de Inversores 2024
- Análisis de QXO, por Emérito Quintana de Numantia
- ASTRONOMÍA BITCOIN: Dinero a años luz de distancia junto a Emérito Quintana
- Tips para el inversor. Consejos para afrontar la volatilidad
- INVERTIR a LARGO PLAZO con SENTIDO COMÚN - Con EMÉRITO QUINTANA | Ep 22
- Elon Musk y Cultura de Empresa con Emérito Quintana | Episodio 84 Podcast Juan Such
- Tesla, Meta, inmobiliario…Apuestas de Emérito Quintana para 2024 (y a largo plazo) Finect Talks
- Conoce las CLAVES para INVERTIR de verdad a largo plazo | Emérito Quintana

GRACIAS,

Emérito Quintana.

Numantia

Patrimonio Global

Contacto:

info@numantiapatrimonio.com

@foso_defensivo