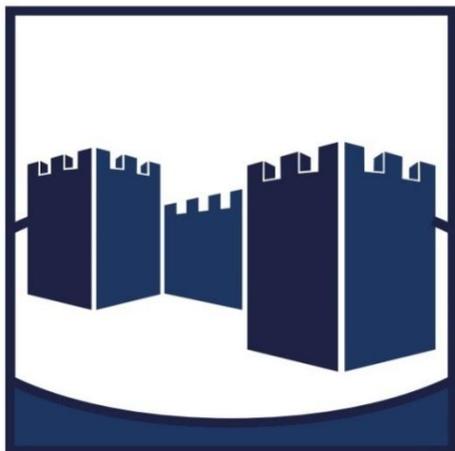




2ª CARTA SEMESTRAL – FEBRERO 2018



renta4
banco

Numantia

Patrimonio Global

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

Índice:

- Evolución de valor liquidativo..... p.2
- Aviso de reducción de comisiones..... pp.3-4
- Resumen de filosofía..... p.5
- Cartera actual y movimientos del semestre... pp.5-7
- Análisis de empresas..... p.8
 - Amadeus IT Group..... p.9
 - Ryman Healthcare..... p.11
 - Inversión en inmuebles de calidad..... p.14
 - Facebook y Naspers..... p.16
 - Eurofins Scientific..... p.21
- Preguntas frecuentes..... p.22
- Eventos destacados del semestre..... p.28
- ANEXO I: Cómo protegernos contra la inflación..... p.29
- ANEXO II: Sobre el “pricing power” p.31

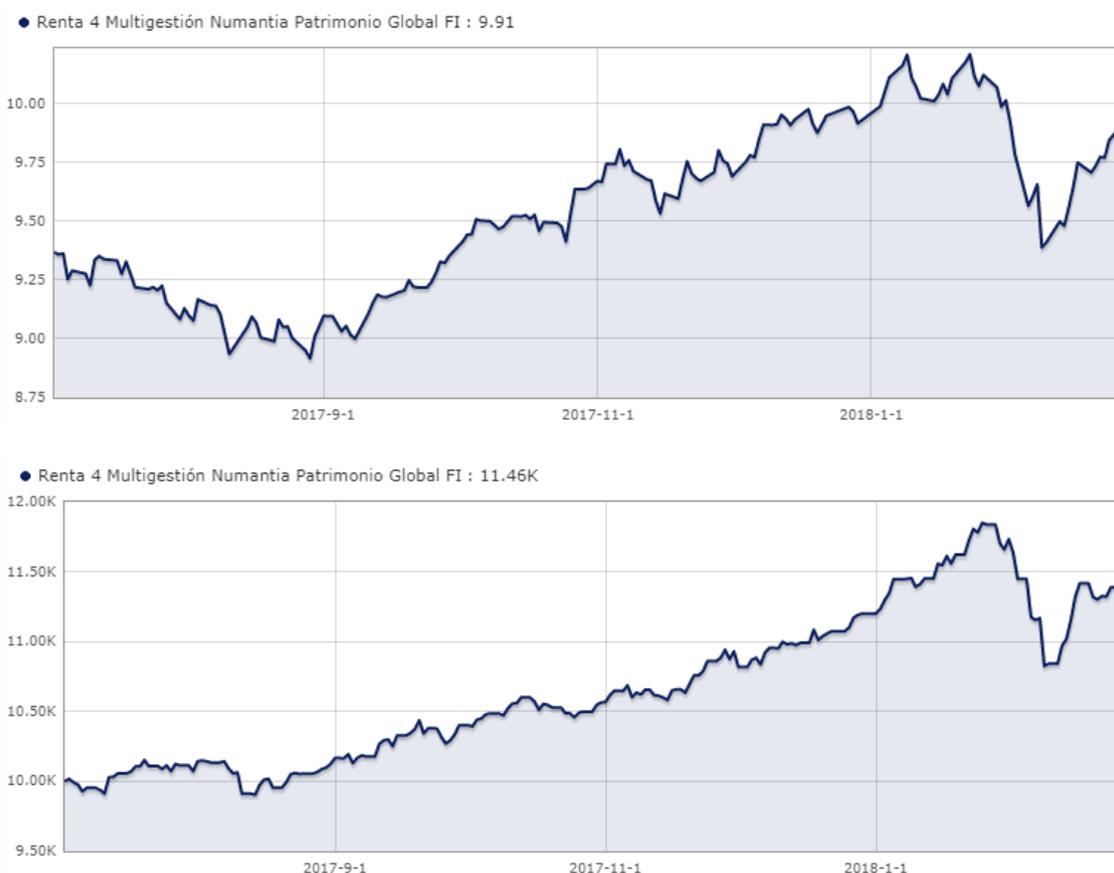




Estimado copropietario,

Ya han pasado **8 meses desde que nació Numantia Patrimonio Global**, y 6 meses desde nuestra **primera carta semestral de agosto de 2017**, la cual ruego encarecidamente a los nuevos inversores que lean con atención. Podrán encontrarla en nuestra **nueva página web** www.NumantiaPatrimonio.com , en el blog www.FosoDefensivo.com , o haciendo clic [AQUÍ](#).

- **Evolución del valor liquidativo:**



La rentabilidad en euros desde el inicio es del **6,3%** en estos 8 meses (gráfico superior). El gráfico inferior representa la rentabilidad de Numantia en dólares americanos, con un **14,6%**. Es probable que el gráfico en dólares refleje mejor la creación de valor subyacente de nuestra cartera en este periodo, pero la **extraordinaria revalorización del euro** ha reducido el resultado medido en nuestra divisa comunitaria. En otras ocasiones ocurrirá justo lo contrario. Como explicamos en detalle en nuestra primera carta, **es un fenómeno que estamos dispuestos a asumir a corto plazo** en pos de mayor rentabilidad a largo plazo.

Teniendo en cuenta que algunas de nuestras principales posiciones como Brookfield, Facebook, Naspers o Bayer **han permanecido planas o con minusvalías**, que el euro se ha apreciado considerable y que han sido unas



últimas semanas convulsas para los mercados, estamos muy contentos con la rentabilidad conseguida en este periodo y con nuestra cartera, que tiene actualmente un **potencial de creación valor mayor** que en la fecha de inicio.

Para quienes confiaron en mí desde septiembre de 2013 y reinvirtieron su capital en Numantia, su rentabilidad acumulada asciende al **70,1%**.

Tras las aportaciones iniciales cercanas a los 500.000€, el compartimento alcanzó un **patrimonio bajo gestión de 705.373 €** en agosto de 2017 con perspectivas de alcanzar el primer millón antes de fin de año. Dichas expectativas fueron superadas con creces y hoy en día el patrimonio ha alcanzado más de **1.800.000 €**. No puedo sino dar las gracias a los nuevos copropietarios por su confianza.

La CNMV exige que las estadísticas de los fondos de inversión sean relevantes y den una imagen fiel, así que tras el proceso de conversión del antiguo compartimento en Numantia Patrimonio Global en junio de 2017 y las primeras aportaciones, **Morningstar y Renta4 decidieron que la fecha inicial del mismo debía ser el 2 de julio de 2017 (VL 9,32€)** dado el escaso patrimonio y número de partícipes en los primeros días. Esta decisión nos parece razonable y en base a ella presentaremos las estadísticas futuras.

- **Reducción de comisiones y comisión de reembolso:**

Cuando Numantia Patrimonio Global supere los 3.000.000 € bajo gestión, la comisión de gestión bajará del 2% actual al 1,75% anual, para todo el patrimonio.

Además, la reciente caída de las bolsas en febrero nos ha hecho ver en primera persona lo que ya sabíamos que ocurre en el mundo de los fondos de inversión, y es **que los partícipes son víctimas de un comportamiento impulsivo que les hace retirar el capital en los peores momentos**, movidos por un cortoplacismo emocional. Como explica Francisco García Paramés: “Nuestro negocio es el único en el que sabemos a ciencia cierta que el partícipe no tiene la razón”. Esa es una de las razones por las que **Warren Buffett decidió instrumentar su inversión a través de un holding**, un vehículo de capital permanente, para tener siempre el dinero disponible, especialmente en momentos de miedo, y aprovechar oportunidades. Paradigmático es el caso del fondo Magellan de Peter Lynch, que aun consiguiendo un increíble 30% de rentabilidad anual media durante 13 años, **muchos inversores del fondo no disfrutaron de dicha rentabilidad** por vender el fondo cuando caía y comprarlo cuando subía.



Agradecemos que sólo inviertan con nosotros quienes entiendan y compartan nuestra filosofía, en la que la **paciencia, la disciplina y la visión a largo plazo** son características fundamentales. Nos produce un gran orgullo y a la vez un enorme sentimiento de responsabilidad el que haya partícipes que conviertan a sus hijos o sobrinos en pequeños ahorradores a través de Numantia, **pensando a 10, 15 o 20 años vista**, o que lo utilicen pensando en complementar su jubilación. **En ellos pensamos cada vez que tomamos una decisión**, y por tanto creemos que las personas que invierten con nosotros y retiran su capital a los pocos meses no encajan con nuestra forma de entender la inversión, que es **seria, disciplinada, sosegada y conservadora**. Por otro lado, nos duele que haya partícipes que realicen minusvalías en Numantia Patrimonio, pero por muy bien que hagamos nuestro trabajo, es imprescindible que el partícipe tenga el comportamiento adecuado y **no compre o venda movido por sus emociones**.

Además de intensificar nuestro esfuerzo para mejorar la educación financiera y explicar en detalle nuestra filosofía y las empresas que tenemos en cartera, creemos que una de las maneras de desincentivar la atracción de ese perfil inversor es introducir una **comisión de reembolso anticipado para todos aquellos que retiren su inversión antes de un año**, comisión que deseamos que revierta al propio fondo. Esta medida debería ser inocua para los partícipes de Numantia, pero dado el caso, penalizaría al inversor cortoplacista y premiaría al que mantiene su inversión.

Aunque nuestra cartera está compuesta por acciones muy líquidas y por tanto **la rentabilidad no se ve afectada por retiradas repentinas de fondos**, sí que es cierto que complica la operativa, aumenta las necesidades de reorganización de la cartera e incrementa las comisiones de compraventa en las que incurre el fondo. Por tanto, la comisión de reembolso debería ser positiva para el inversor a largo plazo. **Nos parece lo más correcto, aunque ello implique que el fondo sea más pequeño** de lo que sería sin esa comisión.

¿Y por qué no introducir una **comisión de éxito**? La comisión de éxito es interesante, pero si el fondo lo hace bien, **resulta mucho más cara** para el partícipe, pudiendo llegar algunos años al **3%-3,5% anual de comisión total**, sin que el partícipe vea en ninguna estadística ese 3,5%. Además, su cálculo es **poco transparente**, y puede incentivar **mayores asunciones de riesgos** por parte del asesor.

En última instancia, la mejor forma de **alinear incentivos es que el propio asesor tenga invertido el 100% de su ahorro en el vehículo**, como es mi caso y el de otros asesores de fondos similares, además de tener la responsabilidad de las inversiones de mi familia más cercana y el resto de los copropietarios.



- **Resumen de la filosofía:**

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

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

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

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

- **Cartera actual de 30 empresas y movimientos del semestre:**

	BROOKFIELD ASSET MANAGEMENT INC	8,2%		ARCA CONTINENTAL SAB DE CV	3,0%
	FACEBOOK INC	6,8%		LANXESS	2,9%
	NASPERS	5,4%		NESTLE	2,8%
	AMAZON.COM INC.	5,2%		IMPERIAL BRANDS	2,8%
	XPO LOGISTICS INC	4,7%		RYMAN HEALTHCARE	2,8%
	BAYER AG	4,5%		FRESENIUS	2,6%
	BERKSHIRE HATHAWAY B	4,2%		TAUBMAN CENTERS	2,5%
	INDITEX	3,4%		EUROFINS SCIENTIFIC	2,4%
	STARBUCKS	3,3%		CONSTELLATION SOFTWARE INC	2,3%
	UNIBAIL RODAMCO	3,2%		LIFCO AB	2,2%
	TRIPADVISOR	3,1%		AIR LIQUIDE	2,1%
	DANAHER CORP	3,1%		AMERICAN TOWER CORP-CL A	1,9%
	HENKEL AG	3,1%		PORSCHE AUTOMOBIL HLDG-PFI	1,8%
	S&P GLOBAL	3,1%		GIVAUDAN SA	1,5%
	WALT DISNET CO	3,0%		LVMH	1,1%
					



Cabe destacar que en este semestre **se han mantenido en cartera 16 de las 20 principales posiciones del fondo**, las cuales representaban en agosto de 2017 el **80% de nuestra cartera**. En este periodo ha habido más movimientos de los que serán habituales, pero ese dato ya nos da una idea del **bajo nivel de rotación** que cabe esperar en Numantia con respecto a otros fondos. Como nos llegan muchas preguntas al respecto, creo conveniente explicar nuestro **criterio de construcción y rotación de la cartera**:

Nuestra cartera de inversión es fruto de la aplicación de nuestra filosofía, y su distribución depende principalmente de 3 aspectos: **convicción, certidumbre y rentabilidad esperada**. Cuando hemos realizado un análisis profundo de todos los aspectos que afectan a una tesis de inversión y aumenta nuestra **convicción sobre dicha idea**, el peso en nuestra cartera tiende a ser mayor. Lo mismo ocurre cuando dichas empresas tienen un futuro **estable y predecible** (baja incertidumbre) y cuando esperamos que nos ofrezcan una **mayor rentabilidad a largo plazo**. Estos 3 factores se combinan de forma cualitativa para formar nuestra cartera.

La concentración de la cartera no es algo buscado a priori sino el resultado de sopesar dichos aspectos. Si en un momento dado encontramos empresas seguras (certidumbre) que entendamos bien (convicción) y nos ofrezcan buenas rentabilidades a largo plazo, nuestra cartera estará más concentrada **sin que ello implique un aumento del riesgo**, como ha ocurrido tras las caídas de febrero, en las que aprovechamos varias oportunidades. Si hay un menor número de empresas que destaquen en estos aspectos, **de forma natural** el número de empresas aumentará.

Con respecto a la **rotación**, lo normal es que ésta sea reducida, pues nuestras inversiones tienen un **horizonte temporal de muy largo plazo**. Acciones como Berkshire Hathaway o Nestlé se han mantenido en cartera desde 2013, y otras como XPO Logistics desde 2015. Esto también es debido a que entendemos la **valoración de las empresas como un rango dinámico amplio** que a veces exige una elevada y rápida revalorización para que nos planteemos vender.

Sin embargo, hay muchas ideas con igual horizonte de muy largo plazo que **compiten por formar parte de nuestra cartera concentrada**, y nuestras tesis de inversión **son un proceso vivo** de entendimiento y asimilación de nueva información que va modificando nuestra opinión. Esa es la razón de que, especialmente en las posiciones con menor peso, el movimiento de la cartera sea mayor al que se esperaría de un fondo con vocación de tan largo plazo.

Podemos ser testigos de esta dinámica en la práctica al explicar algunos **movimientos del semestre**, en este caso las **ventas**:



- Ventas por **revalorización**, en las que la rentabilidad esperada tras la subida de precio ya no compensaba la incertidumbre asumida en comparación con otras alternativas:
 - **Cie Automotive: +18%** de revalorización de agosto a octubre, alcanzando los 25€ por acción.
 - **L Brands: +28%** de revalorización respecto a nuestro precio medio de compra, vendidas a finales de noviembre.
 - **Amadeus: +22%** de revalorización de agosto a enero, vendidas al alcanzar los 63€ por acción.
 - **COTY: +35%** de revalorización en 3 meses, vendidas en enero a 20,6\$ por acción.
 - **Tractor Supply: +30%** de rentabilidad de agosto a diciembre, vendidas a 75\$ por acción.
- Ventas por **cambios en la tesis** de inversión, independientemente de la plusvalía o minusvalía obtenida:
 - **Roche Holdings y Sanofi:** mayor percepción del impacto que tendrán los biosimilares en las caídas de ventas tras la expiración de patentes.
 - **Howden Joinery Group:** aumento de la precaución ante la exposición al ciclo inmobiliario del Reino Unido.
 - **Liberty Global:** nos preocupa que el apalancamiento operativo sea un arma de doble filo si aumenta la competencia y las ventas caen, al tiempo que aumenta el riesgo de que los Estados les exijan compartir sus redes de fibra óptica si tienen éxito.
- Ventas por encontrar **alternativas** con mejor combinación convicción/certidumbre/rentabilidad: **Viscofan, Brembo Spa, Anheuser-Busch, BMW.**
- Otros cambios relevantes: Cambio de SGS SA por **Eurofins Scientific** y cambio de Tencent Holdings por **Naspers Ltd.** Se explicarán más adelante.
- Reducción de **Porsche Holding:** Tesis que explicamos en detalle en la carta de agosto de 2017 y que ha pesado hasta un 5% en nuestra cartera. Desde nuestra compra a 50 €/ acción ha llegado a



revalorizarse hasta un **+56%**, por lo que hemos ido reduciendo la exposición conforme la acción ha superado los 72€.

- **Errores de omisión:** Aunque no son errores que se puedan ver, creemos conveniente mencionar algunos costes de oportunidad por cosas que NO hemos hecho, aunque éramos conscientes de la tesis de inversión:
 - **Cimpress NV:** aunque siempre ha estado en nuestro radar, entendíamos la empresa, sus ventajas competitivas y las peculiaridades de su valoración y su contabilidad, nunca llegamos a invertir. En este periodo, el precio de la acción ha pasado de 90\$/ acción a más de 167\$/ acción.
 - **Zoetis:** Empresa de altísima calidad, spin-off de Pfizer, enfocada en **salud animal**, con Juan Ramón Alaix al frente y oportunidades de mejoras operativas. Fuimos accionistas en la sociedad familiar de 2013 a 2015 pero no la incluimos en Numantia. Desde julio de 2017 ha pasado de 62\$ / acción a más de 82\$/ acción.
 - **Hexcel:** Excelente empresa dedicada a la fabricación de componentes de altas prestaciones para la industria aeroespacial, especialmente de fibra de carbono. Algunos riesgos nos disuadieron de construir una posición. Desde julio el precio ha pasado de 51\$ a 67\$ por acción.

Análisis de empresas:

En nuestra primera carta quisimos resumir varias tesis de inversión agrupándolas por temática. En concreto nos centramos en los **activos intangibles** y en los **gestores excelentes**. Esta vez nos enfocaremos en un aspecto clave en nuestras tesis que se suele menospreciar, y es lo que Warren Buffett denomina “**Good long term prospects**”, o buenas perspectivas a largo plazo.

Podemos entender bien una empresa que tiene una ventaja competitiva duradera, una gestión excelente, y un precio razonable o infravalorado, pero **el aspecto clave que pondrá al tiempo de nuestro lado y aumentará las probabilidades de éxito será la búsqueda y el entendimiento de unas buenas perspectivas futuras para la empresa y su sector**. Además, este aspecto hace a la ventaja competitiva mucho más valiosa. En la primera carta analizamos el caso de **Fresenius** y la evolución del fallo renal crónico.

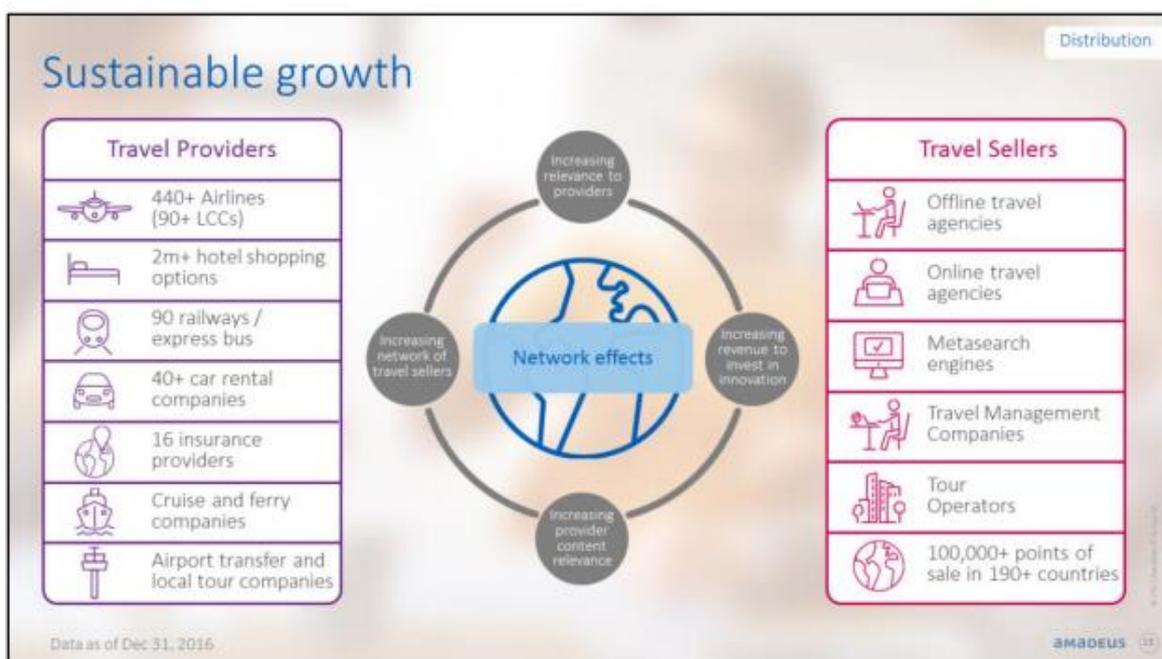


Es un análisis difícil, abstracto, cualitativo, pero muy necesario para mantener una **visión cara al futuro**, entender los **principales “drivers” de creación de valor**, y aprovechar nuestra principal ventaja frente al resto del mercado: **la paciencia**. También nos permite encontrar ideas de inversión en las que otros inversores en valor no se fijan, pues éste es un aspecto que **importa bajo una perspectiva dinámica de creación de valor**, y no tanto en ideas basadas en valoraciones más estáticas donde simplemente se arbitran diferencias entre precio y valor.

¿Cuál es el tamaño de los **mercados finales** de esta empresa?, ¿cuánto pueden crecer?, ¿cuál es la **explicación de la mega-tendencia** de la que se puede aprovechar?, ¿Hay **oportunidades de reinversión o de consolidación**? Pueden ser cosas tan sencillas como **el envejecimiento paulatino de la población**, **el aumento del comercio online**, el incremento más que proporcional del gasto en ocio conforme aumenta la riqueza mundial, o la dinámica de **consolidación de mercados fragmentados y hasta entonces ineficientes** como la logística o las pruebas de laboratorio. A continuación, resumimos algunos ejemplos:

Amadeus IT Group: Aunque en enero de 2018 vendimos nuestra posición, sigue estando en nuestra lista de la compra y nos gustaría resumir nuestra tesis de inversión. El principal negocio de Amadeus es ser uno de los 3 únicos **sistemas globales de distribución** de viajes (GDS), una plataforma de reserva a gran escala que sirve de columna vertebral para el turismo mundial.

Amadeus pone en contacto a los proveedores de servicios turísticos (aerolíneas, hoteles, cruceros, etc.) con los vendedores (agencias de viajes físicas y online, metabuscadores como Expedia, Trivago o Kayak, tour operadores, etc.) provocando un ciclo **virtuoso y una red más valiosa cuanto más grande es**.





Además, ofrece herramientas con la última tecnología y diferentes servicios de gestión para sus clientes que aumentan su eficiencia. Los clientes firman con Amadeus contratos **a largo plazo** que le otorgan ventas **recurrentes**.

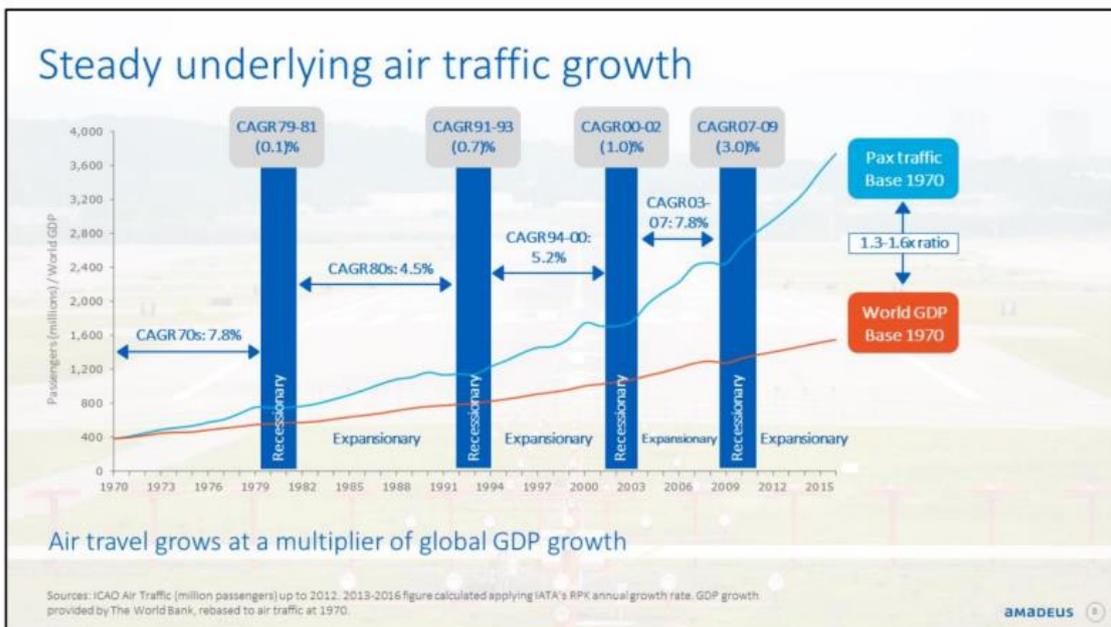
Al ser su principal fuente de ingresos las comisiones **por cada transacción** que se realiza, Amadeus está más protegida en momentos de crisis, en comparación con otras etapas de la cadena de valor, como las aerolíneas, que ven como pequeñas caídas en las ventas finales afectan muy negativamente a sus beneficios.

Profitability not correlated with that of the airline industry



Conforme aumenta la riqueza, la propensión al ocio (vuelos y viajes) aumenta más que proporcionalmente, especialmente en **países emergentes**, donde Amadeus es el líder. Esa es la mega-tendencia de fondo. Desde 1970, y a pesar de las recesiones, **el tráfico aéreo ha aumentado de forma sostenida a 1,5 veces el ritmo de crecimiento del PIB mundial**.

Empresas con pocas ventajas competitivas no han podido aprovecharse de ese crecimiento, pues conforme su mercado crece, también **aparecen nuevas empresas que compiten por su pedazo del pastel**; pero con empresas como Amadeus, esa tendencia unida a sus ventajas competitivas puede ser la clave de la creación de valor a largo plazo.



Su **escala e innovación** son esenciales para enfrentar los retos del futuro, que incluyen: mayores expectativas de un consumidor que desea un servicio continuo vía móvil, Big Data e Inteligencia Artificial, consolidación de aerolíneas y cadenas de hoteles, y poder de negociación de **Google y Facebook** como puentes de peaje del tráfico online.

Sin embargo, aunque las aerolíneas tratan de aumentar las ventas directas al consumidor, sólo lo consiguen las grandes marcas y a nivel local, **necesitando a Amadeus para tener alcance global.**

Ryman Healthcare: Continuando con las buenas perspectivas a largo plazo como nuestro hilo conductor, una de las nuevas empresas que encontramos en cartera y de la que esperamos ser accionistas muchos años es Ryman Healthcare. La empresa **diseña, construye y opera villas de alta calidad para la tercera edad en Nueva Zelanda y Australia.**

Controlan toda la cadena de valor, desde la construcción de los edificios hasta la contratación de las enfermeras. Poseen 32 villas y tienen 14 más en distintas

etapas de desarrollo. Proporcionan un hogar, una **comunidad, compañía, seguridad y cuidados** a personas que ya no pueden cuidarse por sí mismas. Una **necesidad básica**, natural y poco cambiante.



BRANDON PARK
Melbourne

La empresa ofrece muchas opciones de hospedaje, desde

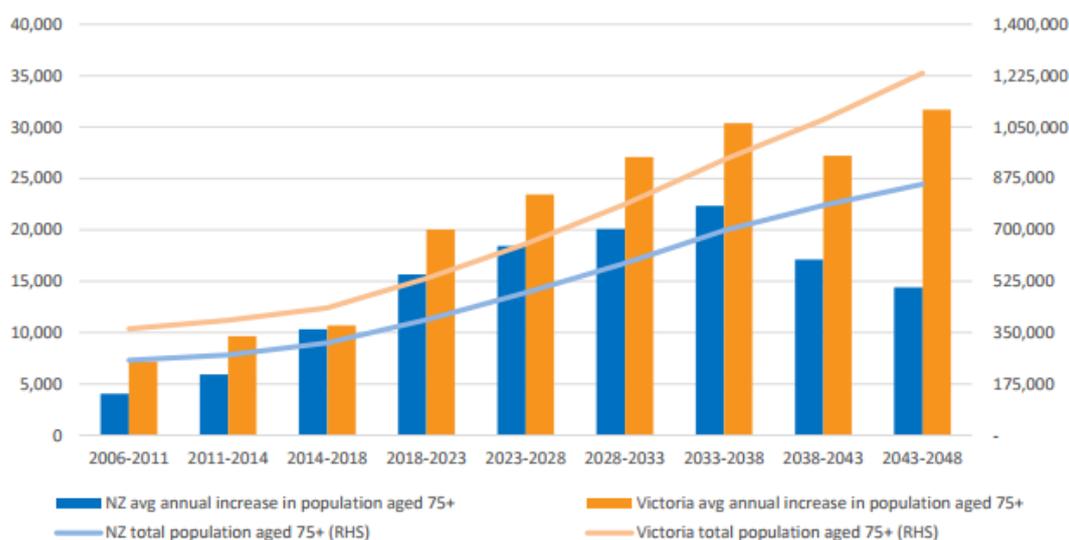


casas y apartamentos independientes a camas de hospital y cuidados para la demencia, todo entre zonas ajardinadas e instalaciones como piscinas, cines o gimnasios. **Una cultura de cuidado**, preocupación y atención por los detalles impregna toda la empresa en el día a día.

La amplia gama de servicios **aporta tranquilidad**, pues asegura, por ejemplo, que una pareja vaya a estar **siempre junta**, aunque la salud de uno se deteriore más que la del otro. Además, la fuerte **sensación de comunidad** que se crea en las villas **fideliza** a los residentes y **atrae a las personas de su círculo de amigos** y familiares, creando un peculiar “efecto red”. Con el paso de los años se han ganado una merecida **reputación** e imagen de marca.

En este caso, las perspectivas de la empresa dependen de la **evolución del número de personas de más de 75 años** en Nueva Zelanda y Australia, que no va a dejar de crecer en las próximas décadas.

POPULATION GROWTH 75+

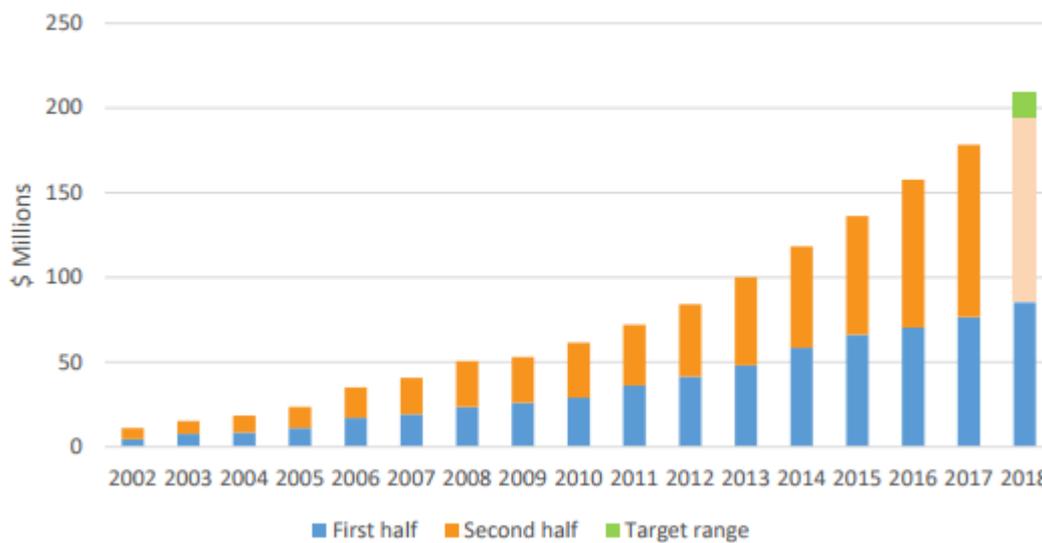


El modelo de negocio de Ryman cuenta con varias fuentes de ingresos, pero una de las principales es la de **la venta de derechos de residencia** a los clientes sobre viviendas que podrán usar durante el resto de su vida, a precios similares a los de las viviendas en propiedad. Este modelo genera una gran cantidad de caja por adelantado que Ryman puede usar para **reinvertir y financiar proyectos que maduren en el futuro y cubrir así la creciente demanda**, todo ello **manteniendo la propiedad** de sus activos.

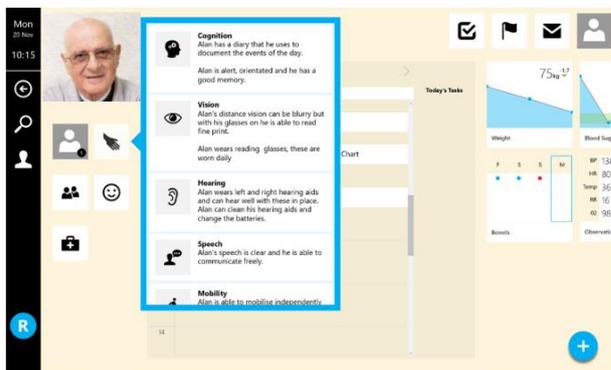


Desde su OPV en 1999, donde captó 25 millones de dólares, **han logrado invertir 2.900 millones sin necesidad de capital adicional**, acumulando activos por valor de más de 5.000 millones, y repartiendo 630 millones en dividendos por el camino. Sacad la calculadora, los cálculos son impresionantes.

UNDERLYING PROFIT GROWTH



Por el lado del desarrollo de villas, como mayor constructor de este tipo de complejos del país, posee una **escala muy superior a la de sus competidores**, lo que le permite ser más eficiente, **reutilizar y mejorar diseños** de villas anteriores, **negociar precios** de mobiliario y decoración, etc. Los gestores destacan por su capacidad para conseguir **localizaciones premium** a buenos precios. Además, están realizando una fuerte **inversión en tecnología** para digitalizar todos los procesos y ofrecer mejores servicios.



Por último, la valoración también cuenta con aspectos interesantes, pues **a más de 20 veces beneficios puede parecer cara**, pero los beneficios contables distan mucho de la verdadera generación de valor interna fruto de la inversión

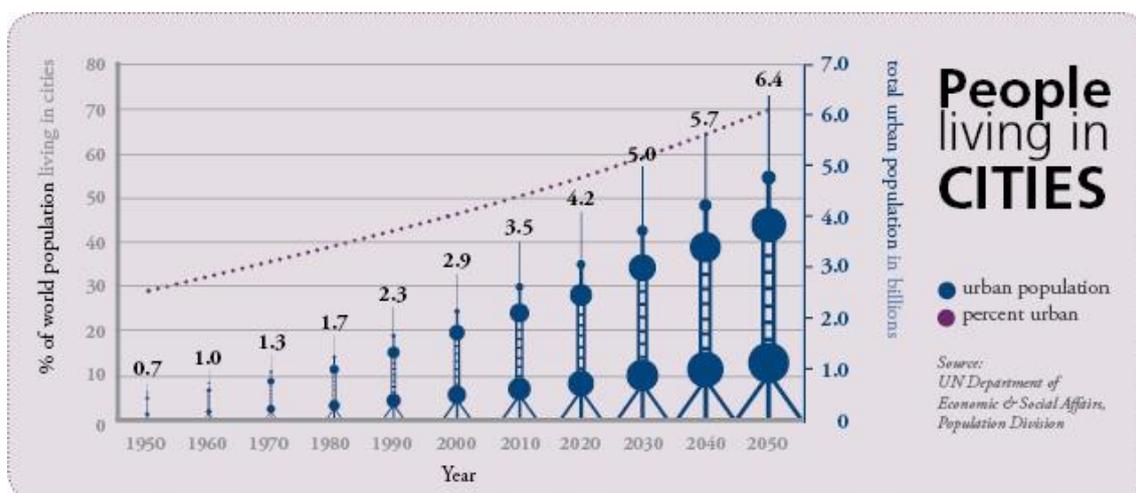
en el desarrollo de nuevas villas para la posterior explotación y venta de derechos. Con una rentabilidad interna de más del **30% por cada nuevo euro que invierten**, nuestras compras en el entorno de los 9,2-9,5 NZD por acción son una excelente inversión a largo plazo con una TIR cercana al 15%.



Nuestra inversión en inmuebles de calidad:

El desarrollo de la civilización va de la mano del auge de las **ciudades**, pues éstas permiten una interacción social y laboral más eficiente para profundizar en la división del trabajo y el conocimiento. No importa que nuestro mundo sea enormemente extenso y que los avances tecnológicos hayan suprimido las distancias, **las ciudades ejercen mayor atracción que nunca**, y dicha tendencia a la concentración permanecerá constante (Lectura recomendada: “El triunfo de las ciudades” de Edward Glaeser).

El aumento más que proporcional de la población en las ciudades con respecto al crecimiento de la población, y la **concentración de la riqueza del país en ellas** provocan que el escaso suelo disponible **aumente de valor sostenidamente** al tiempo que la ciudad crece y se expande. Ante esta dinámica, no es de extrañar que muchas grandes fortunas en las últimas décadas se hayan forjado al calor de la inversión inmobiliaria y el desarrollo de las ciudades.



En esta realidad, combinada con el miedo exagerado al “apocalipsis del comercio al por menor”, se basan nuestras inversiones en **Unibail-Rodamco**, **Taubman Centers** y la división inmobiliaria de **Brookfield**.

Unibail posee inmuebles comerciales de calidad en las principales ciudades de Europa, con localizaciones en zonas de **alta densidad de población y mayor renta per cápita que la media de cada país**. El actual miedo al comercio online ha provocado que los inversores se olviden de varios factores:

- Los centros de Unibail no son naves en las afueras de una ciudad secundaria que cerrarán por la competencia de Amazon, **son centros de calidad en el centro de las ciudades**, como LA VUAGUADA o PARQUESUR en Madrid. Son mundos completamente distintos.
- Se trata de **miles de metros cuadrados en localizaciones privilegiadas que siempre serán valiosas**, especialmente para gestores/operadores con capacidad para **recondicionar su uso** con facilidad si fuese necesario. En



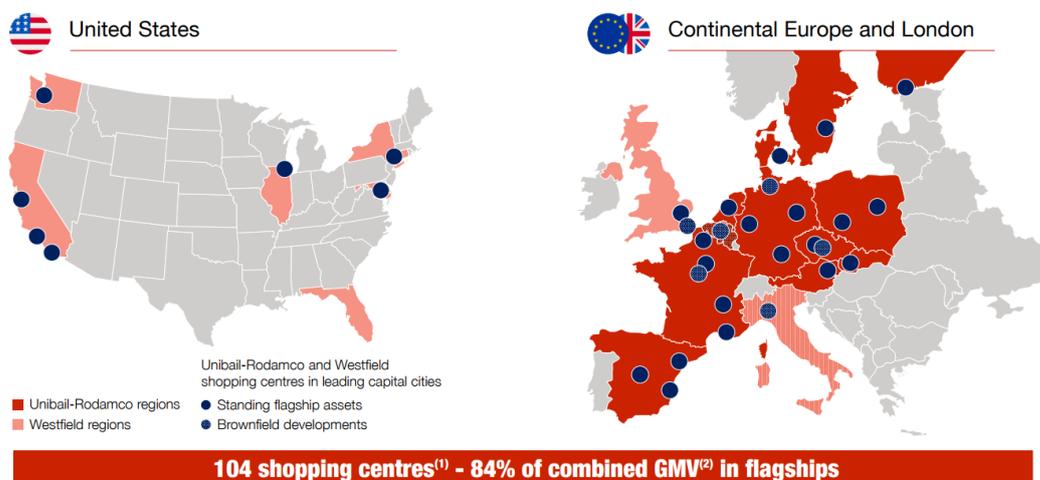
EEUU hay grandes centros en los que incluso están creando viviendas, transformando los mismos en mini-ciudades.

- En Europa el número de metros cuadrados de centros comerciales por persona es **5 veces menor que en Estados Unidos**.
- Investigaciones a pie de calle revelan que **el tráfico de personas y la afluencia de coches sigue siendo muy elevada**, y que el soporte físico para los arrendatarios seguirá siendo muy importante, siendo crucial la combinación del soporte online con las peculiaridades casi irremplazables del comercio físico.
- Para muchas personas, la tarde de fin de semana en el centro comercial es un **evento social**, más que una forma más o menos práctica de realizar sus compras.



Es un negocio con un dividendo actual del 6%, estable y creciente, que cotiza al 90% del patrimonio neto y 14 veces beneficios. **Recientemente han adquirido Westfield**, que cuenta con los centros de mayor calidad en Estados Unidos y tiene un historial impecable de **gestión familiar prudente**.

CREATING THE WORLD'S PREMIER DEVELOPER AND OPERATOR OF FLAGSHIP SHOPPING DESTINATIONS



Las caídas de precio de este tipo de empresas con inmuebles comerciales de calidad, **medidas en el mismo saco que todas las empresas de comercio al por menor**, ha provocado que empresas competidoras y gestores de activos con enfoque de inversión en valor como Brookfield Asset Management se fijan en ellas. Tanto la compra de Westfield por parte de Unibail, la adquisición de GGP por parte de Brookfield, o los rumores de OPA sobre Taubman Centers son una muestra de ello.



En el caso de **Taubman Centers** creemos que aún existe un potencial de revaloración de más de un 60%, aunque la rentabilidad sobre nuestro precio de compra **ya sea del +20%**, especialmente si se resuelven los problemas de gobierno corporativo, se mejora la eficiencia y se aprovecha mejor el espacio. Parece que están en la senda correcta.

Además de inmuebles de calidad en zonas valiosas, es interesante estudiar la evolución de las zonas **en proceso de urbanización**, donde es posible maximizar la rentabilidad de estas dinámicas a largo plazo. Ese es el caso de **Howard**



Hughes, empresa que estamos estudiando actualmente. Nos gusta la tesis porque la clave es poder tener **una paciencia muy superior** al resto del mercado a

cambio de una **gran recompensa**. Sin embargo, es una empresa difícil de estudiar y valorar, el proceso puede durar varios meses hasta que aumente nuestra **convicción** y lleguemos a una **estimación bien fundamentada de la rentabilidad esperada**.

Facebook y Naspers: ¿Una de las empresas más grandes del mundo, muy conocida, con docenas de analistas y a 33 veces beneficios?, así es, en la **sección de preguntas y respuestas** hay una explicación más detallada sobre por qué también invertimos en empresas muy grandes, con muy buenos resultados.

Facebook es una de nuestras ideas de mayor convicción y mayor rentabilidad esperada, no en vano supone un **6,8% de nuestra cartera**. Facebook genera actualmente más de 20.000 millones de beneficios antes de impuestos, y sigue creciendo a un **50% anual**, algo fuera de lo común, y que es necesario estudiar en detalle.

Francisco García Paramés suele decir que es buena **idea invertir en sectores que siempre van a existir**, como la gestión de activos, o los seguros ([el negocio más antiguo del mundo](#)), siempre que encontremos empresas con ventajas competitivas. Otro de los sectores que siempre existirá es el de **la publicidad**, en palabras de Mises, la propaganda comercial:

*“El consumidor no es omnisciente. A menudo **no sabe dónde encontrar lo que busca al precio más barato posible**. Muchas veces incluso **ignora qué mercancía o servicio es el más idóneo para suprimir el específico malestar que le atormenta...** De ahí que la misión de la propaganda comercial consista en **brindarle información acerca del estado actual de las cosas.**”* La Acción Humana, Mises, pág. 386.

Además de informar, queremos que los comerciantes **nos convenzan** de la idoneidad de su producto, como sucede en otros ámbitos de la vida. El proceso



social no puede funcionar sin propaganda. La publicidad busca dar información de forma atractiva, dar consejo y **persuadir**.

Es un mercado que **crece conforme aumenta la riqueza**, en línea con el PIB o ligeramente más rápido, y cuya materia prima es uno de los recursos más escasos para las empresas, **la atención del consumidor**. Al fin y al cabo, sólo hay 24 horas en el día, de las cuales 6-8 estamos durmiendo; el resto del tiempo numerosas actividades como el trabajo, el ocio, la familia, o la publicidad de las empresas, **compiten por nuestra atención**.

Es lógico, por tanto, que la publicidad tienda a dirigirse allí donde hay una **mayor cantidad de atención**, ya sean **los periódicos, la radio, la televisión**, y más recientemente **Internet**. Cada vez dedicamos una mayor cantidad de nuestro tiempo delante de un ordenador, una tableta, o un móvil. Esa es la gran tendencia.

El mercado mundial de la publicidad ronda los **600.000 millones de dólares**, una cifra realmente grande comparada con los números de Facebook, que antes nos parecían elevados. De esa gran tarta que crece al ritmo del PIB, una parte cada vez más importante es la **publicidad online**, que crece a un ritmo del **13% anual**, especialmente la publicidad en **móviles, al 21% anual**. De todo ese incremento en el gasto en publicidad digital, **Facebook y Google captan cerca del 90%**, prácticamente como un **duopolio**. Esto no es de extrañar, pues son **plataformas de alcance global** que solucionan el gran problema que siempre ha tenido la publicidad en el resto de formatos, **medir el impacto y la rentabilidad de la inversión**.

De todo ese mercado digital global de publicidad, Google tiene un 33% de cuota de mercado, unos 75 b\$ y **Facebook un 16%, unos 37 b\$**. Nuestra tesis es que **Facebook es superior** en ese mercado en comparación con Google, y que por tanto no es descabellado que tenga **tanta cuota de mercado como Google, en un mercado ya de por sí creciente**.

Como hemos mencionado, los publicistas tratan de convencernos y persuadirnos para que compremos su producto, y muchas veces ni siquiera sabíamos de antemano que lo deseábamos. **Hay una gran diferencia entre cubrir una demanda y generar demanda**. Google tiene información valiosa sobre nosotros, especialmente por las cookies de las páginas web que visitamos o por las cosas que buscamos directamente en su buscador, pero como publicista, quizá sea más valioso para mí encontrar al **perfil de persona al que dirigir mi producto, aunque nunca lo haya buscado ni comprado**, con información que Facebook sí tiene.

Imaginemos una campaña de publicidad de **cámaras impermeables GoPro**. Puedo, efectivamente, gastar dinero en publicidad de Google de cara a la gente que directamente busca mi producto. Así funciona Google: ¿ya sabes que quieres una GoPro?, aquí tienes algunos resultados:



gopro.com - GoPro® HERO4 Session

Ad www.gopro.com/

'Tis the season for the new \$199.99 HERO4 Session. Jingle Bells, indeed
Free Shipping · Waterproof to 131' (40m) · Night + Lowlight Settings
GoPro has 607,915 followers on Google+

Download GoPro® Studio

Import, edit & playback your GoPro® videos with this simple tool.

The HERO4 Black

2x the performance, yet again.
Simply the best.

GoPro Accessories & Mounts

Get the most from your GoPro with the right mounts & accessories.

The HERO4 Session

Easy one-button control.
GoPro, simplified.

GoPro - Hero at Amazon - Save on GoPro - hero

Ad www.amazon.com/Cameras

4.4 ★★★★★ rating for amazon.com

Free Shipping Available with Amazon

Ratings: Service 10/10 - Prices 10/10 - Features 9.5/10 - Ease of use 9.5/10

Plano, habitualmente en PC, y enfocado a una compra más racional. Otra opción es hacer lo que los buenos publicistas saben que hay que hacer: **vender emociones, vender experiencias**. En Facebook puedo segmentar mi público objetivo según sus características, psicología e intereses. En un anuncio de TV no sé quién está al otro lado de la pantalla, en Facebook sí. Por ejemplo, personas que han mostrado **interés por ir a destinos de aventura** como Hawai, Bali o Malasia, que tengan entre 20 y 35 años, **sigan a deportistas** de élite, hayan visto vídeos de salto base o del Dakar, o interactúen con amigos con esos intereses. Esa puede ser una información muy valiosa para mí si quiero poner delante de sus ojos un anuncio que **venda una experiencia** y les hagan **darse cuenta de lo que pueden hacer con una GoPro**:



RIDE WITH ME by Adib Mufty
Photographer · 35,547 Likes · August 28 ·

My ride with the 2015 #Kawasaki JET SKI® ULTRA® 310R provided by Rymco Powersports is not over yet.
#RideWithMe to #Beirut International airport from my own perspective, where our journey around the world begins.
GoPro #GoPro Live Love Lebanon #LiveLoveLebanon #Lebanon Lebanon

11,206 Likes · 21 Comments · 23 Shares

Like Comment Share

GoPro
26 de febrero a las 20:00 ·

Photo of the Day!
Ese momento en el que te das cuenta que tu perro es más aventurero que tu...
Foto de Corey Small





Dos mundos muy diferentes. Conocer las **aspiraciones de tu público objetivo**, poner un contenido delante de él, aunque no lo esté buscando, y **controlar la experiencia** de lo que ve en un entorno cerrado, algo que en Google es más difícil. Ese es el gran sueño de los publicistas, que están descubriendo en Facebook su santo grial. Todo esto especialmente **vía móvil**, donde se ha demostrado que la publicidad es más efectiva. La mitad de los usuarios de Google no hacen **ninguna búsqueda al día con el móvil**, y el número de **búsquedas por voz**, sin contenido visual, están aumentando rápidamente a través de dispositivos como el Echo de Amazon.

Estos aspectos son importantes porque la publicidad y la imagen de marca, como explicamos en la primera carta, **suelen necesitar consenso para funcionar**. Si conocemos un producto, lo buscamos para comprarlo; pero si no es así, es importante para un cliente potencial saber que **hay mucha gente que usa ese producto**, que sigue una página, o que está interesada. Facebook puede mostrar anuncios con estadísticas para crear consenso, o indicarte que **a tus más allegados les gusta algo**.



Además, puedes crear **contenido mucho más rico** para aprovechar muchas

técnicas de marketing y sesgos psicológicos, con imágenes, vídeos cortos, vídeos en 3D, diferentes versiones y tamaños... la lista es interminable.

Otra diferencia importante con Google es el **TAC (traffic acquisition cost)** que Google debe pagar a las webs que generan el contenido y muestran anuncios de Google, una de las razones (además de otras inversiones que se contabilizan como gastos) por las que su margen operativo es del 23% y el de Facebook del 49%, pues **Facebook no asume ese coste**, los usuarios proveen enormes cantidades de información valiosa de forma gratuita.

Por el lado de las **ventajas competitivas**, Facebook disfruta de una de las más poderosas, **el efecto red**. Cuantas más personas lo usan, **más valioso es** para ellas y más atractivo para las personas que aún no están en la red. En muchas ocasiones, no tener Facebook es un coste social. Ya no se trata de saber qué red social es la más "cool", la base de usuarios mensuales de **2.200 millones** (casi un tercio del planeta) lo convierte en un servicio público donde se debe estar.

Además, cuanta más información recoge Facebook **más inteligente se vuelve**, pudiendo ofrecer un mejor servicio tanto a usuarios como a publicistas. Pero para que la red siga siendo valiosa **hay que cuidarla**, vigilar la experiencia del



consumidor y dar motivos a los usuarios para volver, lo que ha motivado que **Facebook siga el camino de Wechat** y se convierta cada vez más en una **plataforma multi propósito** donde puedes relacionarte con personas, jugar a juegos, pedir un Uber, ver noticias, subir vídeos en directo, comprar, enviar y recibir dinero, vender lo que ya no usas, ver deportes, buscar trabajo, y un largo etcétera en crecimiento. Facebook ya ha **contratado a ejecutivos de Wechat** (la aplicación todo-en-uno china de Tencent Holdings) para ello.

Además, los últimos **cambios en su algoritmo**, que prioriza el contenido con el que se tiene interacciones relevantes y no tanto el contenido comercial y el que alimenta una actitud pasiva, son una muestra de **visión a largo plazo**, de tomar decisiones que afectarán negativamente a corto plazo pero que mantendrán la experiencia del usuario, mejorarán el **“engagement”**, generarán información más valiosa y relevante y a la postre permitirá aumentar el precio de los anuncios. Los **costes de cambio** para el usuario también son altos por la información creciente que deberá dejar atrás. **Facebook es adictivo**.

Su adaptación a las necesidades del consumidor se realiza de forma inteligente a través de la **innovación, pero también de la imitación**, copiando ideas exitosas como ocurrió con Snapchat e Instagram Stories. Su ventaja es tan grande que a los competidores sólo les queda **ser copiados o ser adquiridos**.

El potencial de Facebook también puede apreciarse en el nivel de ingresos por usuario que obtiene internacionalmente con respecto a lo que ya obtiene en USA, además de por el potencial de **monetización de Instagram o WhatsApp**.

Por el lado de la población, es interesante observar cómo uno de los países donde más usuarios hay es en **India**, con 250 millones. Para los indios es su **red social favorita**, sin embargo, aún es uno de los países con menor penetración de redes sociales, sólo el **19% de la población**.

También nos gusta que **el CEO sea el fundador**, tenga el control, y tenga un elevado número de acciones. La primera impresión puede ser negativa, un billonario tan joven seguramente tienda a despilfarrar y no asignar capital de forma inteligente, pero hasta ahora lo que hemos visto es todo lo contrario: **adquisiciones inteligentes, visión de largo plazo, misión clara, interesantes miembros en la junta directiva**, etc. La edad de Mark Zuckerberg puede ser una gran aliada, y no una amenaza.

¿Y qué nos pide el mercado por este negocio excelente? Sorprendentemente, sólo **16 veces el beneficio antes de impuestos del año que viene**, y 13 veces el del siguiente, para una empresa sin deuda que crece un 50% anual, con apalancamiento operativo, oportunidades de crecimiento y ventaja competitiva. ¿Cómo es posible?, es cierto que Facebook es una incomprendida en muchos





aspectos, y que despierta miedos por las preferencias de la gente joven o los anuncios durante la campaña presidencial americana, pero la principal razón es su exquisito **control de las expectativas**. Debido al sistema de compensación de los empleados y a otras razones, **a Facebook le interesa que su acción no se dispare demasiado** y suba de forma sostenida y controlada. Facebook siempre anuncia costes mayores a los que finalmente realiza, y trimestre tras trimestre avisa de que el ritmo de crecimiento va a disminuir, lo que al final nunca ocurre.

¿Y cuál es la relación con Wechat, el “Facebook chino” ?, nuestra tesis es que **Facebook se convertirá en el Wechat de occidente**, al tiempo que Wechat comenzará a monetizar su increíblemente valiosa base de datos al nivel actual de Facebook. En ambos casos la creación de valor es muy elevada. Nuestra estimación de rentabilidad esperada en Tencent Holdings a largo plazo es de entre un 15% y un 20% anual, lo que se ve incrementado gracias a que nuestra exposición se realiza a través de la empresa sudafricana **Naspers**, que cotiza a un **32% de descuento** con respecto al valor de su participación en Tencent Holdings, pudiendo obtener además un abanico de negocios valiosos gratis. La clave es la **paciencia**. La explicación detallada la realizaremos en futuras cartas, pero dejo aquí un artículo interesante para aprender más:

<https://www.theinformation.com/articles/the-biggest-tech-investor-silicon-valley-ignores>

Eurofins Scientific: también nos gustaría resumir una de nuestras compras recientes, que curiosamente es la **acción europea más rentable en los últimos 20 años con un 33,3% anual compuesto**. La estrategia es clara: **ventaja competitiva (nichos de mercado) y crecimiento**. Cada adquisición es más valiosa nada más comprarla al entrar en su red de clientes y centrarse en los tests más frecuentes de cada laboratorio. Una estrategia simple pero efectiva:

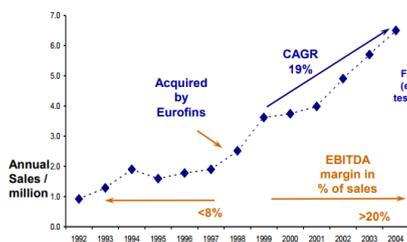
Post acquisition and integration into Eurofins, both sales and profits often increase significantly



Illustration

Actual example of an acquired lab:

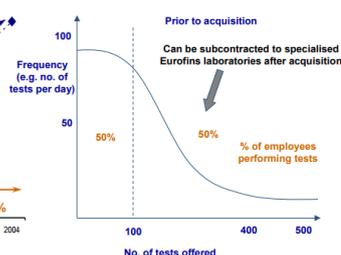
Company A



Growth drivers post acquisition:

- 1) **Sales increase** through cross selling of Eurofins lab specialities internationally
- 2) **Cost reduction** – focus on most frequently performed tests

Focus and scale drive profitability



Eurofins' strategy aims at building long lasting competitive advantages



Leading technology

- Competence Centres & R&D activities
- Proprietary technologies for proof of origin, virus phenotyping & authenticity testing
- Continuous development/acquisition of advanced technologies

Quality of customer service

- Extensive expertise in local regulations for all major markets, and one-stop contact for compliance in multiple countries
- Globally reliable standards of high quality and consistency
- International key accounts management
- Internet-based transactions and access to testing results

One stop shop

- International network with a presence in 41 countries
- Vast technological portfolio with more than 130,000 validated methods
- Over 150 million assays performed per year
- But one contact person for each customer

Pure-play laboratory operator

- Industrialised processes
- Unrivalled expertise accessible to all customers
- Continually expanding geographical coverage
- Proven operating model that can be rolled-out in various/multiple markets



- **Preguntas frecuentes:**

- *¿Por qué, siendo un fondo pequeño, no invertís en empresas pequeñas, que son más atractivas según otros gestores value?*

Es muy buena pregunta, y va de la mano con otra que recibí recientemente: “¿Tanto análisis para acabar comprando Facebook y Amazon?” La estrategia se centra en la inversión a largo plazo en empresas de alta calidad con ventajas sostenibles que estén bien dirigidas y nos ofrezcan una rentabilidad aceptable, así que en principio **es agnóstica en cuanto a aspectos como la localización geográfica o la capitalización**. La cartera tiene empresas más pequeñas como LIFCO, Ryman Healthcare, Taubman Centers o Lanxess, y empresas muy grandes como Amazon, Facebook o Berkshire.

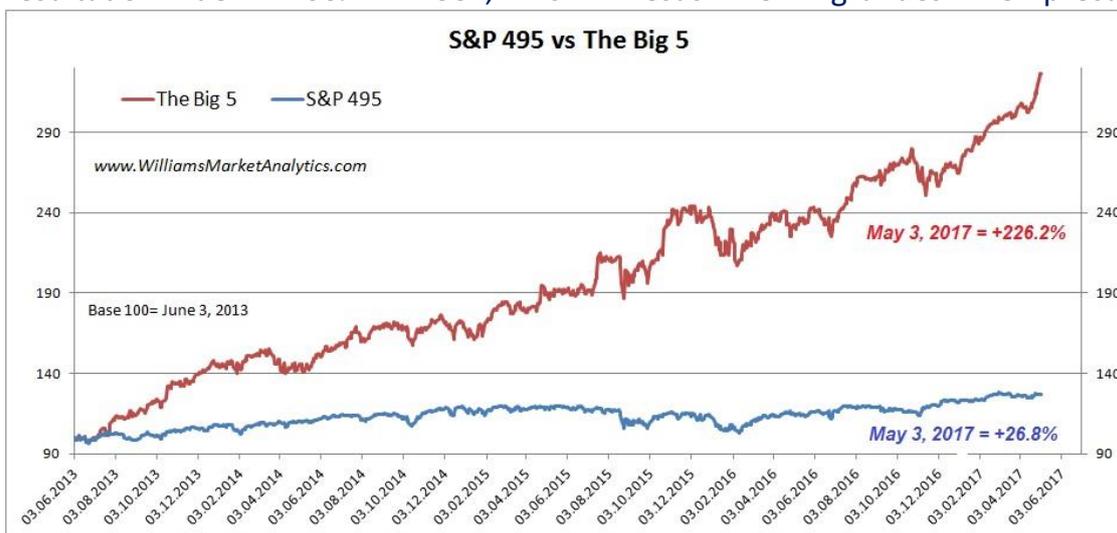
Creo que existe la **falsa creencia de que las empresas grandes no pueden estar infravaloradas**, o no pueden estarlo tanto. Muchas veces esta creencia se basa en el uso engañoso de resultados estadísticos pasados y no en teorías sólidas o análisis profundos de las empresas. **Hace 12 meses Apple cotizaba a 300 billones menos**, y la realidad de la empresa no ha cambiado tanto, lo mismo ha ocurrido con Berkshire Hathaway en la que hace 2 años existía una infravaloración muy clara: <http://fosodefensivo.com/?p=196>

- El tamaño no tiene por qué limitar a una empresa para generar valor, **no hay una relación directa entre cantidad de capital y rentabilidad conseguida**. Un gigante como Brookfield puede poner a trabajar billones a altas rentabilidades porque es capaz de encontrar oportunidades en sectores que son de trillones (inmuebles e infraestructuras), y hay empresas muy pequeñas que quiebran todos los días, o inversores con poco capital con resultados muy malos. Es más, **el tamaño de Brookfield es una de sus ventajas competitivas**, no todo el mundo puede firmar cheques tan altos, hay pocas personas a las que llamar si quieres vender una presa en Brasil por 10 billones de dólares. En el mercado **el capital no es homogéneo** y no se aplica la ley de rendimientos decrecientes. **Es más bien un “queso Gruyere”** con oportunidades a todos los niveles esperando ser descubiertas.
- **Las ventajas competitivas suelen reforzarse conforme la empresa avanza y crece**, en especial si se basa en economías de escala, efectos red, o imagen de marca que requieran consenso (lujo). Es cierto que, además de otorgar certidumbre, **la ventaja competitiva es más valiosa si aún existen oportunidades de reinversión y crecimiento**, pero esto puede ocurrir en empresas pequeñas o grandes. Un sector pequeño puede estar ya maduro, y uno gigantesco como la logística estar muy fragmentado y ofrecer oportunidades de consolidación durante años (XPO).
- Que en el pasado la rentabilidad conseguida por los índices de empresas pequeñas (fruto del crecimiento, rentabilidad sobre el capital y cambio en las expectativas y valoraciones) sea superior a la de los índices de empresas



grandes **no quiere decir que en el futuro vaya a seguir ocurriendo**, pues la dinámica de entradas y salidas de empresas del índice puede cambiar, y **la realidad de las empresas que lo integran puede cambiar**.

- En la situación actual en la que existen **empresas que prácticamente no necesitan capital para crecer** y que se benefician de fuertes efectos de red y economías de escala, en un entorno de digitalización y **aumento de contenido y datos (la materia prima que más crece)**, es posible que empresas grandes sigan pudiendo crear mucho valor. (Amazon, Facebook, Google) y que el mercado se dé cuenta poco a poco sin llegar a valorarlas correctamente. Si no, miremos el resultado del "S&P 495", sin esas 5 grandes empresas:



- Las infravaloraciones siguen existiendo con cualquier tamaño. **El elevado número de analistas no es un argumento válido** porque los analistas no tienen los incentivos adecuados, **su enfoque está en el corto plazo**, es por lo general cuantitativo y miope. **Una mayor paciencia o un mejor comportamiento y constancia** siguen siendo una ventaja en la inversión en cualquier empresa. Los sesgos y el cortoplacismo aparecen a todos los niveles.
- En mercados como el americano se ha visto cómo **las valoraciones de las small caps se disparaban**. El optimismo, las expectativas de crecimiento, las start ups, el crédito barato, y la propia **creencia de que las small caps consiguen más rentabilidad**, han elevado las valoraciones y reducido su potencial futuro.
- Las empresas pequeñas suelen serlo por algo, **pueden tener potencial sin explotar o puede que no**. Por lo general **son más inciertas**, su valor es un rango muy amplio aumentado el **riesgo de falsa precisión**, el comportamiento de personas concretas es clave, se puede drenar el valor más fácilmente a través de salarios a los gestores, y la contabilidad es relativamente **más fácil de manipular**.
- Aunque parezca paradójico, el número de small caps realmente infravaloradas ha caído debido al elevado número de inversores fundamentales (no analistas) centrados en encontrarlas. Sin embargo, hay empresas grandes generando valor a largo plazo que **están fuera del radar de los inversores en valor** porque **los múltiplos PARECEN altos y no quieren invertir en empresas tan grandes**, y al



mismo tiempo los inversores que se centran en el crecimiento no las seleccionan porque no están en el percentil más alto de crecimiento. Si eres uno de los pocos inversores value que ha entendido en profundidad estas empresas para invertir cara al muy largo plazo **puedes tener una gran ventaja.**

- **Las empresas pequeñas son más ilíquidas**, lo que provoca que conforme crece un fondo que se basa en ellas necesita más tiempo para crear y deshacer posiciones, por lo que se vuelve **más frágil**, y en los momentos clave como caídas o fuertes retiradas **se evidencia que el valor liquidativo del fondo no es representativo**, porque no es el precio al que se podrán liquidar las posiciones rápidamente. El **privilegio de poder cambiar de opinión** rápidamente es valioso (prima de liquidez), y el mantener una misma estrategia durante toda la vida del fondo también.

En definitiva, en el futuro la cartera podrá ser diferente y podremos tener más empresas pequeñas, medianas o grandes, pero **no será una distribución perseguida**, sino el resultado de aplicar este proceso de análisis cualitativo con el enfoque que creemos que es el más adecuado.

- He leído que Numantia es un fondo de renta variable pero más defensivo. En caso de caídas fuertes, ¿caería algo menos que el mercado y caería menos que otros fondos value como Magallanes, True Value, Bestinfond, AzValor o Cobas?

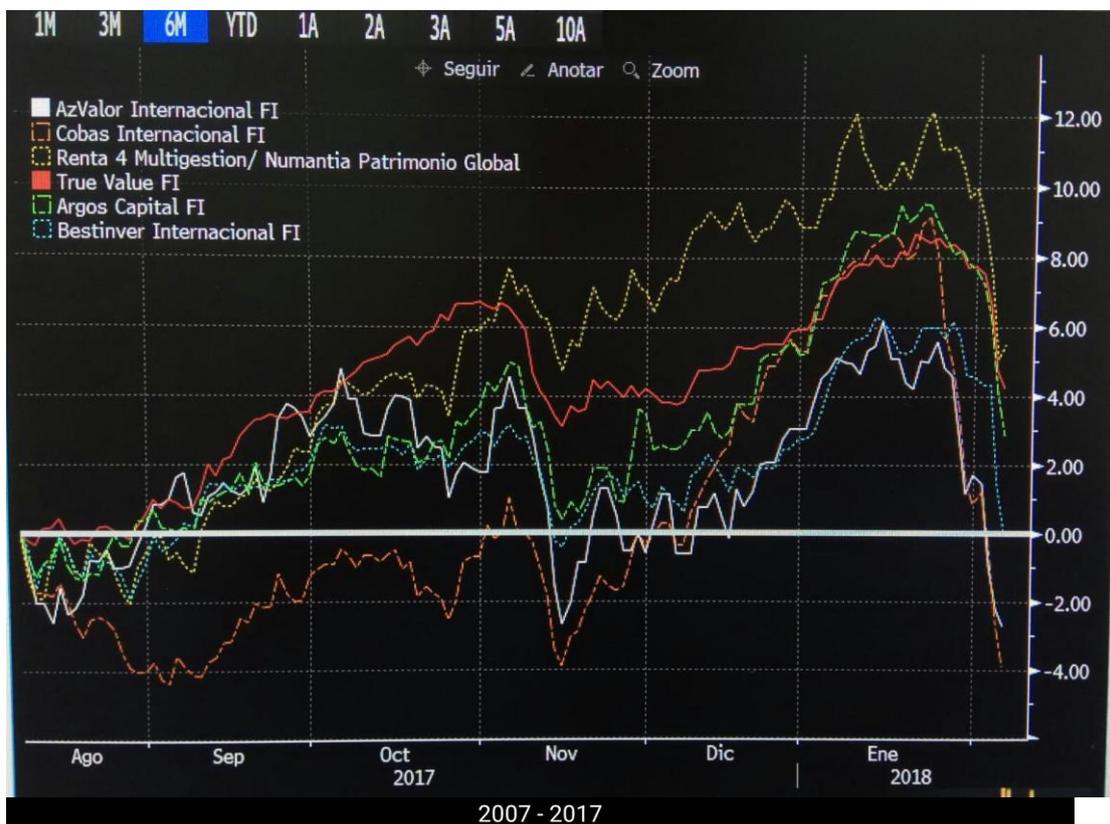
Todos los fondos que mencionas son excelentes decisiones para una inversión a largo plazo, les seguimos y admiramos. Invierten en lo que entienden y con el enfoque adecuado, que es lo importante. Con respecto a las caídas es muy difícil de saber porque **los cambios a corto plazo de precios y expectativas son impredecibles**, y más cuando cada vez más porcentaje de la inversión se hace **sin criterio a través de ETFs** y es más obvio el mal comportamiento del inversor medio.

No estaremos siempre con 100% renta variable, pero sí es cierto que **en general las empresas son más defensivas**, algunas son tan estables que son casi **bonos con cupón creciente** protegidos contra la inflación (Nestlé, Givaudan, Henkel) y en ocasiones actúan como **valor refugio**. La mayoría no son cíclicas, no dependen del precio de materias primas ni se encuentran muy lejos del consumo en la estructura productiva, así que **sus movimientos son menos bruscos.**

Es mucho más difícil que empresas como Brookfield, Nestlé o Berkshire Hathaway caigan un 40%, en comparación con empresas más inciertas, pequeñas o cíclicas, además todas **están generando valor año a año** e importa más la evolución de su propia historia que la marcha general de la economía. Pero como digo, todo puede ocurrir a corto plazo, estas semanas las caídas de Naspers o Brookfield han sido importantes. A largo plazo, no nos preocupa lo más mínimo.



La respuesta corta es "por lo general sí", pero lo más importante es que compres el fondo que compres, **entiendas y compartas la filosofía**. Numantia es para invertir a 10+ años vista, y esos fondos también tienen vocación de largo plazo, la evolución de unos pocos meses no es relevante.



Nestlé S.A.



Las empresas de calidad, año tras año preguntan: ¿Qué crisis?

- Si la volatilidad no es sinónimo de riesgo, ¿Cómo defines el riesgo? Estas semanas me ha sido muy difícil controlar mis emociones y he pensado que quizá aún no esté preparado para invertir.



Está claro que hace falta una psicología adecuada y largoplacista para soportar la volatilidad a corto plazo, pero quisiera hacer una pequeña reflexión sobre el concepto de riesgo. A los inversores en valor nos gusta remarcar que **la volatilidad no es riesgo**, y así es, pero no explicamos qué es el riesgo entonces, así que se nos achaca el no tener una "medida" del riesgo y no tener criterio para admitir un error.

Es cierto que **en economía el riesgo no es "medible"**, ¿A qué denominaremos, entonces, riesgo?, **el riesgo real procede de la incertidumbre**, y necesariamente estará relacionado con los factores que puedan afectar a la **corriente futura de los flujos de un activo**. Muchos inversores en valor, conscientes o no de la teoría económica, se alejan de la definición de riesgo como volatilidad, y denominan el riesgo como **"la probabilidad de una pérdida permanente del capital invertido"**. Aunque en la buena dirección, debemos ir más allá para relacionarlo con la probabilidad de que se alteren desfavorablemente los flujos futuros de un activo (lo que provocaría una pérdida permanente de capital). Sin embargo, desde una perspectiva subjetiva, podemos denominar riesgo como **"la probabilidad, subjetivamente estimada, de que los flujos de un activo no sean suficientes para alcanzar el fin deseado, y la estimación sobre cómo de lejos se podrían quedar los flujos realizados respecto a los esperados."**

En este sentido, es necesario que nuestras estimaciones sean lo más próximas posibles a lo que posteriormente realizaremos, y para ello es imprescindible adquirir la mayor cantidad de conocimiento empresarial posible acerca del activo en cuestión. Warren Buffett dice que **"el riesgo proviene de no saber lo que estás haciendo"**, y por tanto una cartera de inversión puede tener menos riesgo, aunque no esté "diversificada", siempre que tengamos un elevado conocimiento de las inversiones que hemos realizado. Por lo tanto, si un nuevo evento cambia nuestra estimación sobre el futuro de la empresa, por ejemplo, su posición competitiva (Kodak pierde el patrocinio de las olimpiadas), **eso, se mueva el precio o no, ha aumentado el riesgo** y hay que tenerlo en cuenta.

Otros elementos que deterioran el negocio de forma permanente pueden provocar una caída lógica de precio a corto plazo, y **en ese caso la volatilidad sería un buen reflejo del riesgo**, de esa incertidumbre que te ha hecho fallar en tu estimación. En otros casos, que son en los que se centran los value investors, una caída puede ser fruto de un **cambio irracional en el sentimiento, un problema pasajero u otra situación que no afecta a la tesis de inversión a largo plazo**. En ese caso, la volatilidad es una oportunidad, pero seamos justos, **no siempre es así, en ocasiones simplemente nos hemos equivocado**.

En general, si nuestro conocimiento es amplio y la empresa es estable, predecible y tiene ventajas competitivas, **el paseo será más suave** salvo por crisis económicas, disrupciones tecnológicas o grandes fallos de valoración. Es



muy difícil que Nestlé, Berkshire o Brookfield caigan un 30% en un día, pero si lo hacen, no debemos comprar más automáticamente, **debemos preguntarnos por qué** ha caído, ¿es por un problema pasajero?, ¿una venta irracional?, o realmente me he equivocado en mis estimaciones?

"Invertir es una actividad en la que el consumo de hoy se pospone en un intento de poder consumir más en el futuro. "Riesgo" es la posibilidad de no alcanzar este objetivo" Warren Buffett.

- *¿Cuál es la rentabilidad esperada para Brookfield Asset Management?*

Es una pregunta tan fácil de preguntar como difícil de responder. Brookfield es, con diferencia, **la empresa que más tiempo ha llevado analizar** en profundidad (varios meses), y es un proceso vivo que nunca termina. Se compone de varias divisiones que a su vez cotizan de forma independiente. Las más importantes se componen de **activos inmobiliarios, infraestructuras y presas hidroeléctricas**, cada una con sus peculiaridades económicas y contables. Además de las comisiones que gana la matriz por gestionar estas divisiones cotizadas y los dividendos que recibe por su participación, Brookfield capta fondos de grandes instituciones para asignarlos de forma inteligente en **activos reales duraderos y de calidad que se encuentran infravalorados** en distintas partes del mundo, a cambio de comisiones de gestión. Curiosamente, a pesar del tamaño y los sectores en los que invierte, la empresa matriz es un negocio "asset light".

Tras analizar cada sección del negocio y estimar de forma conservadora el futuro de la empresa, creemos que el valor por acción de Brookfield rondará los 100-120\$ dentro de 5 años, por lo que al precio actual **la rentabilidad esperada rondaría el 20% anual**, en un negocio que entendemos, seguro, e increíblemente bien gestionado.

El propio Bruce Flatt nos deja pistas en sus intervenciones trimestrales, dando a entender que cree que **el negocio de gestión de activos de Brookfield está muy infravalorado** (nosotros creemos que muchas de sus divisiones también). No es de extrañar que su mayor hobby sea coleccionar acciones de Brookfield.

We also believe that if we continue to invest the capital entrusted to us wisely, create products that match our investors' needs, and provide superior service, our business will continue to **grow rapidly** both in terms of the **operating results and the underlying value**. To illustrate this point, simply deducting the value of our invested capital (most of which is publicly listed) yields an **implied value for our asset management franchise of \$16 billion**.

This business **is currently generating \$2.5 billion** of annualized fees and target carry, and we expect this to **increase substantially in the coming years** as we complete fundraising for our next series of flagship private funds, in addition to a number of newer investment strategies. We believe that even by applying relatively conservative multiples to these earnings streams **the resultant franchise value is substantially higher than \$16 billion, and should continue to expand rapidly**.

It is also worth noting that we believe most of the other large alternative investment managers are similarly **undervalued**, but we have one additional factor to note: our franchise, while large today, is not as mature as others. In particular, we do not have many large funds nearing their end-of-life phase over the next five years, and our successor funds are **still growing at a substantial rate**. This means that we are stacking ever larger new funds on top of existing funds, without the corresponding return of capital to investors. In seven to 10 years, we will be in the same place as the others and distributing **greater amounts of capital** – but in the interim, **our growth rate is much faster**.



- **Eventos destacados del semestre:**

- Conferencia en el **Instituto Juan de Mariana**: Fundamentos del Value Investing: un enfoque empresarial:

<https://www.youtube.com/watch?v=sKMkbGFNs24&t=1s>



Emérito Quintana - Fundamentos del Value Investing: un enfoque empresarial

5.353 visualizaciones

👍 108

👎 3

➦ COMPARTIR

☰

⋮



Inst. Juan de Mariana

Publicado el 4 dic. 2017

SUSCRIBIRSE 14 MIL

Emérito Quintana presenta en su conferencia en el Instituto Juan de Mariana los fundamentos que sustentan la filosofía del Value Investing a la luz de las aportaciones teóricas de la Escuela Austriaca de Economía. Además, critica los enfoques predominantes en el campo de la teoría

MOSTRAR MÁS

- Charla en **Value School**: La Teoría del Ciclo Económico y su aplicación a la Inversión en Valor con Emérito Quintana:

<https://www.youtube.com/watch?v=I3f2Fb1S3wg&t=1s>





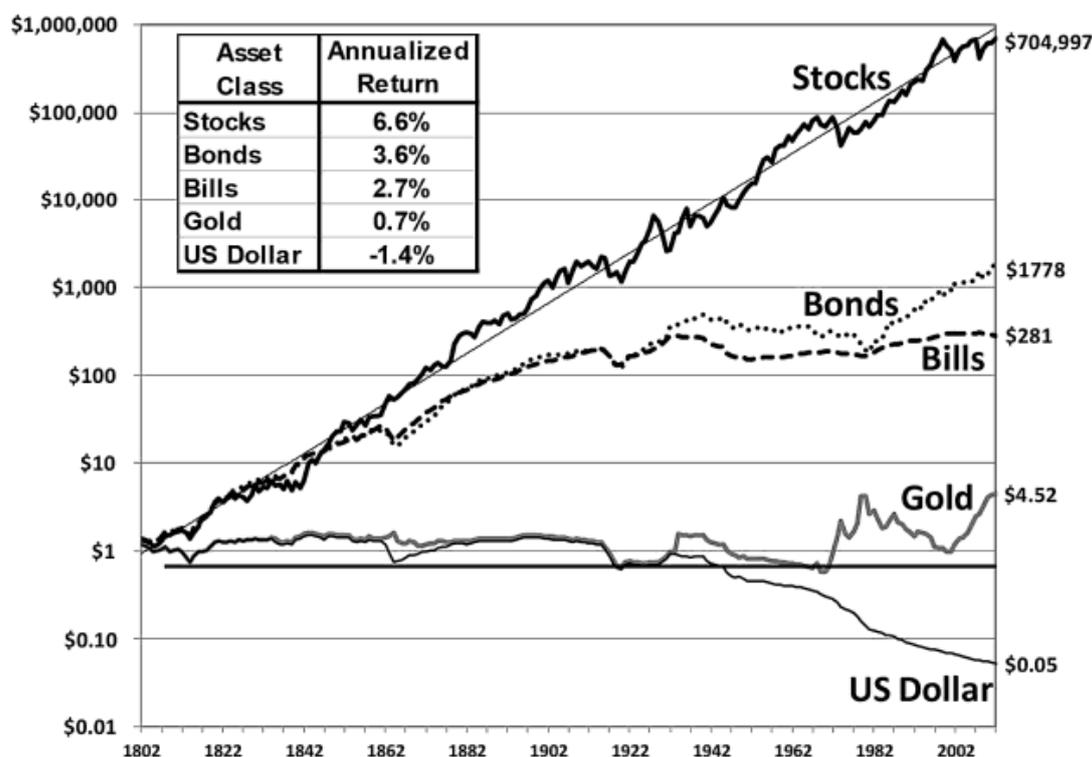
• ANEXO I: Cómo protegernos contra la inflación:

Con el fin de protegernos contra la **constante pérdida de poder adquisitivo** que supone la inflación, los asesores suelen recomendar casi ciegamente los llamados “**activos reales**” (inmuebles, infraestructuras, empresas productivas) frente a los activos denominados en alguna divisa o **activos monetarios**, como la renta fija, los depósitos a plazo o los seguros (promesas de pago de cierta cantidad de euros, dólares, o cualquier otra divisa), que en teoría sufrirán de forma más acusada los efectos de la inflación.

Sin embargo, esta explicación requiere varias matizaciones. Por un lado, **es un error descartar de entrada todos los activos denominados “monetarios”** sólo por el miedo a la inflación. Cuando los inversores financian empresas y gobiernos comprando deuda, **se exige un tipo de interés** que tiende a reflejar el riesgo asumido, el plazo, y **la expectativa de inflación**. Históricamente las letras y bonos más seguros, como los del Estado Americano, han incluido de forma correcta una **prima por inflación esperada que ha protegido a los inversores de la inflación** con el paso del tiempo.

FIGURE 1-1

Total Real Returns on U.S. Stocks, Bonds, Bills, Gold, and the Dollar, 1802–2012



En este famoso gráfico que compara los últimos 200 años de **retornos reales** (ajustados por inflación) de distintos tipos de activos, se puede observar cómo los dólares efectivamente pierden casi todo su poder adquisitivo, mientras que



el oro lo mantiene a largo plazo. Sin embargo, observamos con sorpresa que **activos monetarios como las letras o los bonos no sólo han mantenido su poder adquisitivo durante 200 años, sino que han permitido que aumentemos nuestro poder adquisitivo enormemente**, fruto del tipo de interés extra por simple preferencia temporal y riesgo asumido. Además, la mayoría de las personas no mantenemos grandes saldos de tesorería a largo plazo, salvo quizá un alocado tío Gilito que ahorre todo su patrimonio en una moneda fiduciaria (él, al menos, tenía oro).

Además, aunque se ve que las acciones han sido el activo más rentable, **no podemos comparar la realidad jurídica de los bonos con la de las acciones**, pues éstos suelen gozar de menos riesgo y privilegios tanto en la prelación de pagos como en el reparto de activos en caso de quiebra.

También es importante destacar que estamos utilizando **datos agregados del índice americano**, pero estudios globales muestran que el caso americano es la excepción y no la norma (gracias a su estabilidad jurídica, su mercado flexible y su creatividad empresarial) y que muchos mercados muestran **rentabilidades reales negativas a largo plazo en sus índices bursátiles**. Las estadísticas y agregados pueden en ambos casos hacernos llegar a conclusiones equivocadas, y debemos realizar siempre un análisis **empresa por empresa** con la teoría y enfoque adecuados.

No queremos decir con esto que la inflación sea inocua, ni mucho menos, pero **no es una forma ilimitada de extraer recursos de la sociedad**. Los episodios de hiperinflación son muestra de ello, pues se producen cuando **la población rechaza la moneda a un ritmo más elevado del ritmo al que los Estados crean nuevo dinero**, haciendo que éstos no puedan financiarse ilimitadamente. Quienes compraron **antes de esa etapa** sí sufren pérdidas. Sus efectos más perniciosos se dan por el impacto del nuevo dinero en la estructura productiva, y por el lag temporal que existe entre el inicio de expansiones crediticias artificiales y el aumento de las expectativas de inflación por parte del mercado.

Por el lado de las empresas, es posible que **la dinámica de la inflación en los ingresos y gastos de un negocio sea muy perjudicial**, y que la empresa sea incapaz de subir los precios a los consumidores al ritmo que aumentan sus costes debido a la inflación. Lo vemos todos los días al leer los resultados de empresas con negocios en Sudamérica, que se ven afectados por las altas tasas de inflación. Por tanto, es posible que el tenedor de un bono cuyo precio refleje adecuadamente las expectativas de inflación **esté más protegido** que el accionista de una empresa que ve afectada negativamente su cuenta de resultados debido a la inflación.



Otro aspecto clave es la **vida útil de dichos activos reales**. Si la vida útil es corta, la amortización es alta, como es el caso de muchas máquinas industriales, y las rápidas necesidades de reinversión en nuevas máquinas cada vez más caras harán que suframos más la inflación. Si los activos reales tienen una larga vida útil, como un inmueble o una presa, la protección es mayor, en especial si los ingresos del activo también pueden aumentar con la inflación, normalmente por contrato.

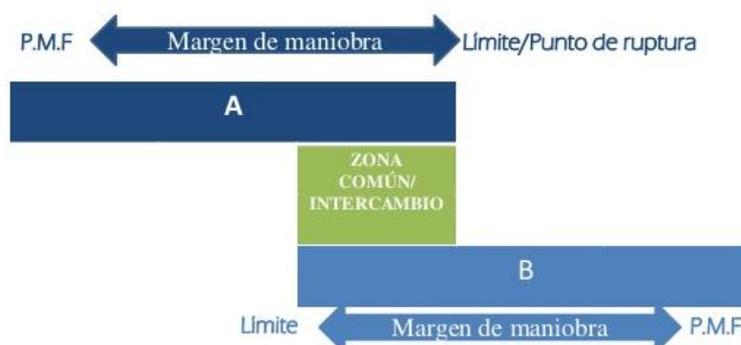
En definitiva, no tenemos por qué descartar de entrada todos los activos monetarios, sino estudiar cada caso con sentido común. Si invertimos en empresas productivas y activos reales, es importante que dichos activos tengan una duración muy larga, que sean siempre útiles para la sociedad, y que sus ingresos aumenten con la inflación. Un claro ejemplo en nuestra cartera es Brookfield: inmuebles de calidad, infraestructuras de larga duración con contratos a largo plazo y cláusulas de inflación, o presas hidroeléctricas con décadas de vida útil.

Algunas empresas pueden tener el arma definitiva tanto de la lucha contra la inflación como de la creación de valor, y son aquellas que simplemente pueden subir los precios de sus productos y servicios sin perder ventas. Es el llamado “pricing power” o poder sobre el precio, lo que nos lleva a nuestro segundo anexo.

- **ANEXO II: Sobre el “pricing power”:**

Una de las muestras más claras de que una empresa posee alguna ventaja competitiva, condición indispensable para estar en Numantia, es el poder para subir precios sin que se resientan las ventas.

En todo intercambio hay un proceso de negociación del precio, y normalmente hay un margen muy amplio de precios en los que se puede existir un beneficio mutuo, motivo por el cual es muy importante ejercitar nuestras habilidades negociadoras.





Cuando estudiamos las ventajas competitivas debemos hacerlo **en el contexto del poder de negociación sin explotar**, que es lo que nos permitirá subir los precios sin perder clientes. Una empresa puede tener una amplia ventaja competitiva, pero tener poco margen de negociación, pues previamente ha subido tanto los precios que el cliente ya está al límite, buscando cualquier alternativa al mínimo aumento extra de precio. Un ejemplo serían los servicios de Bloomberg, de más de 2.000 € mensuales.

Como contrapunto podríamos analizar **Coca-cola**. Una lata cuesta 55 céntimos, muy poco en comparación con un sueldo medio y con la satisfacción que mucha gente obtiene bebiéndola. ¿Qué ocurriría si Coca-cola sube el precio a 60 céntimos? Probablemente seguiríamos pagándolo, aunque ha supuesto un gran incremento de ventas y beneficios para la empresa. Un aspecto esencial de la inversión de Warren Buffet en la empresa de bombones **See's Candies** fue precisamente ese, el margen sin explotar para subir precios. Desde 1972, Buffett **ha subido el precio de la caja de bombones un 11% al año**.

Según Charlie Munger: "*There are actually businesses you will find a few times in a lifetime where any manager could raise the return enormously just by **raising prices**-and yet they haven't done it. So they have huge untapped pricing power that they're not using. That is the **ultimate no-brainer**.*"

¿Existen de verdad esos negocios con ventajas competitivas duraderas, poder sobre el precio aún sin explotar, y poco intensivos en capital? Existen y tenemos varios en cartera, los más destacados Tencent Holdings (Naspers), Facebook y **S&P Global**. Para ilustrar el **pricing power de S&P** veamos este esquema de su compañero en este duopolio, Moody's:

Illustrative Value of a Moody's Rating

Example: 10 year \$500 million corporate bond		
<u>Unrated</u>		<u>Rated by Moody's</u>
\$500,000,000	Bond	\$500,000,000
x 4.3%	Interest rate	x 4.0%
= \$21,500,000	Annual interest payments	= \$20,000,000
x 10 years	Tenor	x 10 years
= \$215,000,000	Lifetime interest expense	= \$200,000,000
\$15 million in total interest expense vs. lifetime cost of a rating		



Si uno quiere emitir un bono debe conseguir un rating de una agencia de crédito. Se calcula que con un rating de Moody's, los intereses que se exigen a los bonos se reducen, pudiendo **ahorrar 15 millones** en una emisión de 500 millones a 10 años. Ese es el valor del rating para el cliente. Estas dos agencias cobran entre 7.000\$ y 495.000\$ por rating, dependiendo del sector, el tamaño y la complejidad, de los cuales la mitad se convierte en beneficio operativo (márgenes cercanos al 50%). **La relación beneficio/coste** para el cliente es muy elevada.

Aunque los datos son difíciles de conseguir, podemos encontrar ejemplos concretos: en 2011 la ciudad de Connecticut pagó a S&P y Moody's unas **comisiones de \$31.700** para conseguir el rating de una emisión de bonos por valor de \$45 millones, es decir, un **0,07% sobre el nominal**. Si el beneficio en ahorro de intereses es del **3% del nominal**, el poder de negociación sin explotar es muy muy alto.

En un sector muy amplio y competitivo con productos y servicios indistinguibles, puede que el poder sobre el precio no se pueda aprovechar a no ser que todas las empresas **suban el precio a la vez**. En este contexto, es importante que el producto o marca **sea único** o se considere como tal; los bombones de See's Candies, la Coca-cola, las fórmulas únicas de sabores y fragancias de **Givaudan**; o que el sector sea un oligopolio como es el caso de **Moody's y S&P Global**.

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



Numantia
Patrimonio Global



Contacto:

info@numantiapatrimonio.com