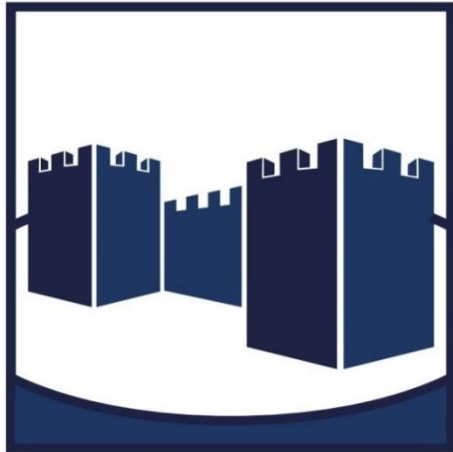




3ª CARTA SEMESTRAL – AGOSTO 2018



renta4
banco

Numantia

Patrimonio Global

“Sepa lo que posee, y sepa por qué lo posee.” Peter Lynch

Índice:

- Evolución de valor liquidativo..... p.2
- Plan de reducción de comisiones..... p.3
- Resumen de filosofía..... p.4
- Criterio de construcción de la cartera..... pp.4-7
- Cartera actual y movimientos del semestre... pp.7-12
- Análisis de empresas: el valor de la paciencia p.14
 - Texas Pacific Land Trust..... p.19
 - Royalties..... p.22
 - Otros ejemplos de opcionalidad..... p.25
 - China, India y África..... p.26
- En busca de la próxima Berkshire..... p.29
- Actualización sobre Facebook..... p.30
- Eventos destacados del semestre..... p.31



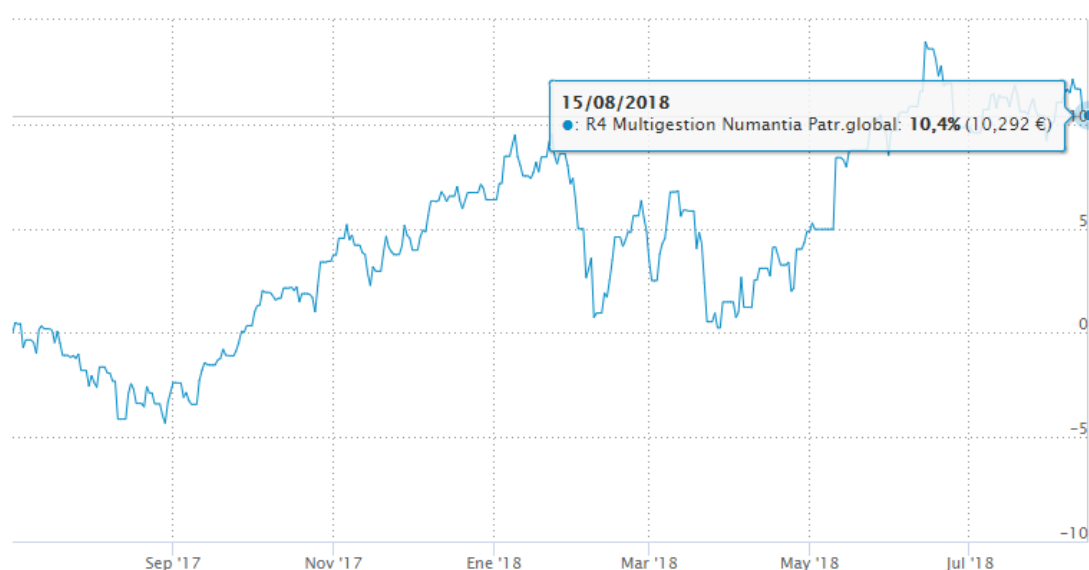


Estimado copropietario,

Ya ha pasado **más de un año desde que nació Numantia Patrimonio Global**, aunque para algunos de ustedes nuestra relación se remonta hasta **2013**, cuando fundamos la sociedad que **asentó los pilares** para la posterior **creación de Numantia en 2017**. Para todos ellos y para mí mismo existe una **mayor sensación de continuidad**, tanto en términos de **rentabilidad acumulada** como de relación y comunicación entre nosotros a través de las reuniones que veníamos celebrando anualmente desde 2013. Por ello, queremos hacer un especial énfasis en que los nuevos partícipes de Numantia vayan adquiriendo esa misma **sensación de continuidad y convicción**, afianzando cada vez más y con el paso del tiempo los **principios que sustentan nuestra filosofía**.

Para continuar con dicha tradición, y siguiendo el contenido de esta carta, celebramos la **primera reunión anual de inversores** de Numantia el pasado 19 de agosto de 2018 en Santander. Tanto las cartas semestrales como el vídeo de la reunión trataremos que estén disponibles lo antes posible en **nuestra página web** www.NumantiaPatrimonio.com

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



Rentabilidades acumuladas de Numantia Patrimonio Global (ya **descuentan comisiones y gastos**):

Desde inicio (Julio 2017)	2018	Últimos 12 meses
+10,4%	+3,8%	+13,6%



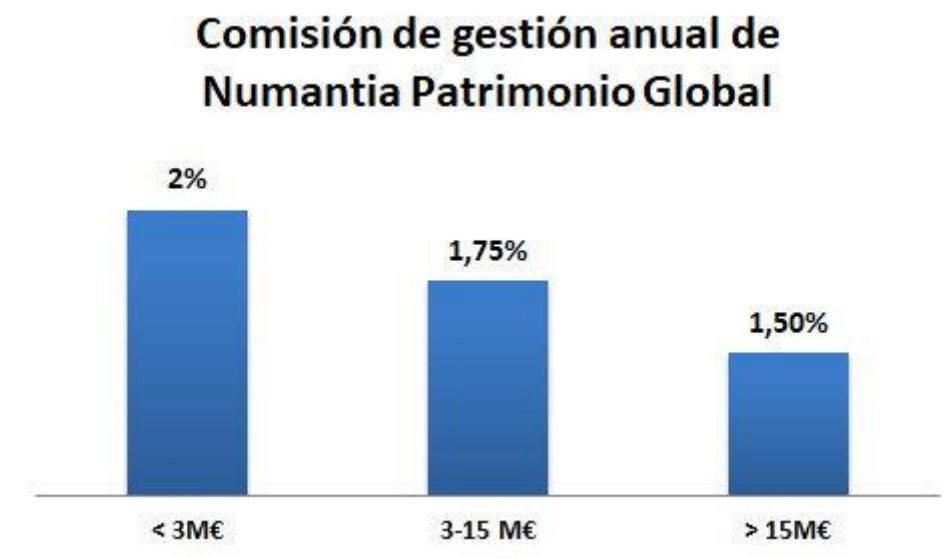
Durante este semestre el euro ha caído a un nivel similar al que se encontraba hace un año, por lo que **el efecto divisa es mínimo** y la evolución del valor liquidativo es similar en euros y en dólares. Estamos contentos con la evolución de la rentabilidad en este primer año, que está dentro del rango que cabría esperar a largo plazo (8%-15% anual) y con lo que hemos conseguido desde 2013. Sin embargo, **muchos partícipes realizamos aportaciones periódicas** y tenemos un horizonte de muy largo plazo, así que **nos interesa que el precio del fondo caiga**, mientras el valor de nuestras empresas continúa aumentando.

El valor liquidativo máximo se alcanzó el 14/06/2018 y fue de **10,622€**, o una rentabilidad desde inicio del **+14%**. Personalmente me gusta que en el momento de publicar las cartas semestrales o realizar las reuniones anuales **el fondo haya caído** desde su máximo, pues es un buen mecanismo de **control de expectativas**. No todos los años serán buenos y no todos los lustros serán como el último, así que para mantener una **relación duradera asesor-partícipe** el secreto es el mismo que el necesario para mantener un matrimonio duradero: **comunicación y bajas expectativas**.

Para quienes confiaron en mí desde septiembre de 2013 y reinvertieron su capital en Numantia, su rentabilidad acumulada asciende al **77%**.

- **Plan de reducción de comisiones**

El patrimonio bajo gestión supera actualmente los €2,6 millones, y como ya anunciamos en la anterior carta, **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.** Ampliamos en esta carta el compromiso de una bajada adicional:



Como bien saben, un asesor no puede cambiar unilateralmente las condiciones de un fondo. **Es la gestora**, en este caso Renta 4, **quien modifica las condiciones** si está de



acuerdo con las sugerencias del asesor. En nuestro caso ya se lo hemos planteado a los responsables de Renta 4 Gestora y no debería haber ningún problema con la bajada de comisiones.

Lo que sí es cierto es que, **si usted es partícipe** de Numantia, **no realizó el proceso de apertura con nosotros** a través de info@numantiapatrimonio.com, y su decisión para suscribir el fondo **no vino motivada por la recomendación en una oficina** de Renta4 (y además quiere que seamos nosotros quienes le mantengamos informados de todo en el futuro) es necesario cumplimentar una **solicitud de cambio de intermediario** que le facilitaremos si nos escribe un email.

Este proceso, aunque entiendo que puede resultar molesto, es rápido y **muy importante** para que sean posibles estas bajadas sucesivas de comisiones.

- **Resumen de la filosofía:**

Numantia Patrimonio Global invierte en buenas empresas a nivel global en base a los siguientes criterios: **ventajas competitivas fuertes y duraderas, fortaleza financiera, capacidad de reinversión, excelencia en la gestión y valoración razonable.**

Damos prioridad a **la calidad y la certidumbre**. Buscamos empresas que podamos entender y sean más valiosas año tras año, cuyo futuro sea **predecible, con gestores/dueños inteligentes e incentivados con visión de largo plazo**, y que podamos comprar a **precios razonables**.

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

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

- **Criterio de construcción y rotación de la cartera:**

Como nos llegan preguntas y críticas al respecto, creo conveniente repasar en detalle 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. No es de extrañar que **Brookfield** sea desde el inicio nuestra mayor posición, pues tanto nuestra convicción como la calidad del negocio y la rentabilidad esperada son muy altas.

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**. Si hay un menor número de empresas que destaquen en estos aspectos, **de forma natural** el número de empresas aumentará, aunque por lo general oscilará entre 25 y 35. Tampoco nos gusta que ninguna empresa pese menos de un 1%.

Por último, la **rotación** parece ser la característica más polémica. Fijarse sólo en los cambios de la cartera es similar a ver las sombras de la caverna de Platón, uno no puede entender así lo que ocurre en realidad. Como en muchos aspectos de la vida, lo interesante es enfocarse en el proceso por encima de los resultados puntuales del mismo. En este caso, el número de movimientos de la cartera **no es la medida relevante**. Lo importante, como siempre, es **entender el por qué**, por lo que me gustaría aclarar varios puntos:

- En ocasiones hay **movimientos que no implican cambios** importantes en la tesis subyacente. Un caso reciente fue la **venta de Tencent Holdings para comprar Naspers**, o la compra de **Partners Value Investments**. En cada caso son las mismas tesis, aunque haya movimientos, y con las que disfrutamos de un **descuento adicional**, por lo que la rentabilidad esperada mejora.
- La rotación **no es reflejo del horizonte temporal**. Si uno traspasa su seguro de vida-ahorro a 20 años o su Plan de Pensiones de una empresa a otra, la perspectiva sigue siendo de largo plazo, aunque la aseguradora cambie. En todas las empresas hay una vocación de permanencia y una **visión de largo plazo**. Con todas estaríamos contentos teniendo el patrimonio familiar durante 10 años, nuestra filosofía no se basa en buscar infravaloraciones pasajeras en empresas de baja calidad que no crearán valor a largo plazo.

Sustituir una empresa por otra puede incluso significar un **aumento del horizonte temporal**. Como ejemplo: hemos comprado Fairfax India, entre otras cosas, con la vista puesta la evolución de visitantes en el **aeropuerto de Bangalore de aquí a 2030**, vendiendo empresas en las que no teníamos una visibilidad tan clara a ese plazo tan largo.

- Lo mismo ocurre con el resto de las ideas, la vista siempre está puesta en el muy largo plazo: la necesidad de infraestructuras de aquí a 2040, la consolidación del



sector de la logística en los próximos 20 años, el envejecimiento paulatino de la población, etc etc.

- La **estrategia Buy&Hold** (comprar y mantener) no significa “comprar y olvidarse para siempre”. Muchas de las empresas actuales ni siquiera existirán dentro de 50 años. Si hemos hecho bien nuestro trabajo y la inversión resulta ser excepcional, el momento de venderla será casi nunca, como decía Phillip Fisher, **si la empresa ha seguido cumpliendo nuestros criterios durante ese plazo**, lo que no siempre ocurre. La paciencia debe ser **activa**, de vigilancia y maduración, con un **proceso paralelo de descubrimiento**, sopesando alternativas.
- Nuestras valoraciones son **rangos amplios y dinámicos**, no son precios objetivos, lo que reduce las operaciones con motivo de la valoración, pero no las elimina. Si Louis Vuitton sube un 30% mientras Coty baja un 30%, la diferencia de rentabilidad esperada entre una opción y otra puede ser muy sustancial.
- Hay muchas ideas con igual horizonte de muy largo plazo que **compiten por formar parte de nuestra cartera concentrada**. La situación de las empresas en nuestra lista de la compra, de unos 100 nombres, va cambiando, y queremos que nuestro conocimiento y convicción **se plasme en resultados**, y eso depende de la difícil tarea de **discernir, de entre las buenas ideas, las mejores**. Con calma y decisión, tratamos de tener siempre una cartera con la mejor combinación de certidumbre, convicción, y rentabilidad esperada.
- Nuestras tesis de inversión **son un proceso vivo** de entendimiento y asimilación de nueva información que va modificando nuestra opinión.
- Como ya hemos indicado, existe una discontinuidad para muchos partícipes entre la sociedad anterior y Numantia. Acciones como Berkshire Hathaway o Nestlé **se han mantenido en cartera desde 2013**, y otras como XPO Logistics desde 2015.




































Esperamos que muchas de las empresas actuales se mantengan en cartera igual o más tiempo.

- **Los descubrimientos no se planean**, y el momento en el que maduran tesis que pueden llevar meses de trabajo tampoco. Pero si tras un trabajo calmado de investigación profunda encontramos una clara oportunidad de inversión para los próximos años mejor que la mayoría de las ideas en cartera, **no dudamos en incluirla**. Es el caso reciente de JD.com.

Si los cambios están sopesados y estudiados y merecen la pena, no estaría actuando en favor de los partícipes si no los hiciera con tal de mantener una absurda estadística de rotación cara a la galería.

En general, **Numantia no es un fondo creado para alimentar o cubrir la demanda** de los inversores en cada momento. La gente toma muy malas decisiones sobre en qué invertir y cuándo invertir. Tampoco barajo ningún futuro en el que haya varios fondos Numantia, uno de “small caps”, uno local y otro internacional o uno de emergentes, con tal de que el inversor perciba que **hay una alternativa para cada ocasión** y cada gusto. No. **Sólo habrá un fondo**, está pensado para que sea el único necesario, y **siempre haremos lo mismo**: comprar buenas empresas bien gestionadas a buenos precios, aprovechando el capital intelectual que se va acumulando, para hacer crecer nuestro patrimonio a largo plazo. En ocasiones este enfoque no contentará a muchos partícipes, pero trataremos de **explicar en detalle los motivos de todas nuestras decisiones**, como ha sido en esta ocasión con la explicación sobre la rotación.

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

	BROOKFIELD ASSET MANAGEMENT INI	8.0%		FAIRFAX INDIA HOLDINGS	3.0%
	JD.com (Acciones + opciones)	6.3%		TEXAS PACIFIC LAND TRUST	3.0%
	NASPERS	6.0%		WALT DISNEY CO	2.5%
	FACEBOOK INC	6.0%		ARCA CONTINENTAL	2.0%
	BERKSHIRE HATHAWAY B	4.6%		STARBUCKS	2.0%
	PORSCHE AUTOMOBIL HLDG-PFD	4.1%		PARTNERS VALUE INVESTMENT	2.0%
	AMAZON.COM INC.	4.0%		LIFCO AB	2.0%
	EXOR NV	4.0%		LANXESS	2.0%
	BAYER AG	4.0%		EUROFINS SCIENTIFIC	2.0%
	XPO LOGISTICS INC	4.0%		COTY	2.0%
	FINANCIERE DE L'ODET	3.5%		DOWDUPONT	2.0%
	HOWARD HUGHES	3.0%		CROWN HOLDINGS	1.5%
	MARKEL	3.0%		CEMENTOS MOLINS	1.0%
	S&P GLOBAL	3.0%		SINA CORP	1.0%
	RYMAN HEALTHCARE	3.0%		ABITIBI ROYALTIES	1.0%
	SANDSTORM GOLD	3.0%		EFFECTIVO	1.5%



No escapará a su fina percepción que en total hay 31 empresas y no 30. Sin embargo, contamos a Brookfield y a Partners Value Investments como una única exposición, como explicaremos más adelante. Es una cartera de alta convicción, **las 10 principales posiciones suponen el 50% de la cartera.**

Operaciones del semestre:

- 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:

- **Tractor Supply:** En el duro sector del comercio al por menor existen algunas joyas “**anti-Amazon**” que no sólo resisten, sino que pueden seguir creciendo con fuerza. Las más claras para nosotros son **Dollar General y Tractor Supply**. En esta última conseguimos un +30% de rentabilidad en el anterior semestre. El Sr. Mercado, en su vaivén cortoplacista, nos dio la oportunidad de volver a comprarla en marzo de 2018 por 48,5€/acción al cambio, y venderla en junio por 64,5€, consiguiendo un **+33% adicional** de rentabilidad.



- **Constellation Software:** acción que compramos en la sociedad familiar en 2015 y que ha estado en Numantia desde el primer día. Comenzó en Numantia a C\$670 y la **hemos vendido en junio de 2018 por C\$1048**, obtenido una rentabilidad de **+56,4%**. Constellation Software es una empresa excelente gestionada por un auténtico Outsider¹. En estos 3 años nos ha dado grandes alegrías y hemos aprendido mucho sobre ella. Sin embargo, creemos que la incertidumbre ha aumentado y que los próximos 10 años no serán iguales a los últimos 10. La tecnología está cambiando en algunos de sus sectores, a nivel de cada unidad el crecimiento es reducido, la atracción y búsqueda de talento es cada vez más complicada, **la competencia en el sector VMS² es cada vez mayor**, está entrando capital a niveles récord del mundo del Private Equity o competidores como **Roper Technologies**. Por otro lado, **la valoración es bastante más exigente** que hace 3 años para el ritmo al que creemos que crece el valor intrínseco. El propio Mark Leonard, con fría

¹ Director excelente, fuera de lo común tomando decisiones y asignando capital.

² Vertical Market Software, aplicaciones específicas para un pequeño nicho de mercado.



sinceridad, reconoce estos aspectos en su carta de abril, y aunque suele pecar de exceso de pesimismo, cada vez parece más claro. Tampoco nos gustó uno de sus **últimos comentarios sobre asignación de capital**, donde explica que **no recompraría acciones propias** aunque la empresa estuviera infravalorada, pues sentiría que se está aprovechando del mercado. Bandera amarilla. Creemos que ahora tenemos mejores opciones. Siempre es difícil vender estas empresas dado el coste de oportunidad que puede suponer, pero también tenemos que ser honestos con lo que vamos observando con el paso de los años, y **no enamorarnos de la empresa** si vemos que la tesis se deteriora.

- **Corticeira Amorim: +15%** de rentabilidad. Empresa que conocemos bien desde hace tiempo, dedicada principalmente a la fabricación de productos de corcho, cuya materia prima es la corteza del alcornoque. Por razones de clima y suelo, **el 80% de la producción mundial se concentra en la península ibérica y norte de África**, y Corticeira tiene contratos de décadas de duración con los principales productores. **Una empresa familiar con un negocio sencillo** que apenas ha cambiado en 100 años, integrada verticalmente, y con fuertes ventajas competitivas. Las alternativas modernas como el metal o la silicona no sólo no pueden replicar el proceso de microoxigenación del vino y sabor característico, sino que **deterioran la experiencia del consumidor**, que espera que los vinos de calidad tengan tapón de corcho.



- Ventas por **cambios en la tesis** de inversión, independientemente de la plusvalía o minusvalía obtenida:
 - **Imperial Brands**: El sector del tabaco siempre nos ha atraído. Básicamente tienes permiso para vender una sustancia adictiva y fuertes barreras de entrada ante nuevos competidores, pues la publicidad está fuertemente restringida, lo que **beneficia a las empresas ya establecidas**. Desde hace muchos años se aprecia un **declive en el consumo de tabaco**, que las empresas han ido compensando subiendo los precios gracias a su fuerte **“pricing power”**³. Además, han aflorado nuevas tendencias en la búsqueda de **alternativas de menor riesgo** para la salud, como **el vapeo y el tabaco calentado no quemado**. Esto ha provocado una caída generalizada en las acciones de tabacaleras que quisimos aprovechar. En un principio escogimos Imperial Brands como la opción con mejor relación rentabilidad/riesgo, y

³ Capacidad para subir los precios sin que se reduzcan las ventas.



aunque efectivamente creemos que la empresa estaba infravalorada, la tesis cambió y observamos varias banderas amarillas.

Por un lado, hemos detectado un aumento del **consumo de tabaco en los mercados emergentes**, lo que es probable que compense el declive en los

países desarrollados en las próximas décadas. Imperial Brands **no tiene una buena exposición** en este sentido. Por otro lado, en el sector es muy importante **los hábitos y las pautas de comportamiento** del consumidor, algo a lo que prestamos especial atención, y en este sentido creemos que las soluciones de tabaco calentado no quemado como el iQos de Philip Morris ofrecen una **experiencia muy similar** para el

fumador al tiempo que reduce los riesgos para la salud, y permite **mantener las ventajas competitivas** de la empresa que se desvanecen con las soluciones de vapeo.

Por último, en una de las últimas conferencias de su CEO, ante una pregunta sobre la recompra de acciones, ella reconoce que hay una desconexión entre la realidad de la empresa y el precio de la acción, pero echa balones fuera y acaba excusándose con un **“nuestros accionistas esperan el dividendo”**. Señal de **asignación de capital deficiente**, nada oportunista ni valiente. Actualmente **Philip Morris**, dueña de Marlboro y otras marcas, se encuentra en nuestra lista de la compra, pero hemos descartado Imperial Brands.

- **Taubman Centers:** En la última carta comentábamos: *“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.”* Varios inversores activistas, a cada cual más agresivo, han intentado **desbloquear el valor latente en Taubman Centers**, y han terminado desistiendo. Existe un **conflicto de interés** entre la familia y los accionistas, en especial por cuestiones fiscales, y creemos que las aparentes mejoras de gobierno corporativo **son sólo cosméticas** y no han cambiado el comportamiento de los directivos. Compramos en noviembre de 2017 a 40,7€/acción y hemos vendido en agosto de 2018 a 54,6€/acción, obteniendo un **+34% de rentabilidad**. Capital que hemos decidido **reinvertir en Howard**





Hughes Corp junto con el de nuestra inversión en Unibail-Rodamco, cuyo descuento sobre valor razonable era menor.

- **Smart Metering Systems:** idea que conocimos en el evento “Iberian Value” al que me invitaron para presentar una tesis de inversión. Tras interesarnos por ella comenzamos a investigar, y todo nos encajaba: un negocio sencillo con clientes cautivos, contratos a largo plazo, una situación regulatoria especial y una valoración que no tenía en cuenta el crecimiento futuro. Comenzamos una pequeña posición. Sin embargo, ha habido un **claro deterioro de la tesis que hay que reconocer**, tanto a nivel regulatorio como técnico y de ventajas para el consumidor. Compramos a un precio medio de 9,14€ y nos deshicimos de la posición a 7,25€, obteniendo una pérdida del **-20,7%**.
- **Nestlé:** Una empresa casi icónica para nosotros, defensiva y de calidad, que nos ha dado muchas alegrías desde 2013. Sin embargo, uno de nuestros principales cometidos es **detectar si los fosos defensivos de las empresas se están reforzando o estrechando**, y actuar en consecuencia. No importa el apego que nosotros u otros partícipes tengamos hacia la empresa.



Todo el sector CPG, o de bienes de consumo empaquetados, han sufrido mucho en los últimos meses. Debido a plataformas como Google o Facebook, el **coste de acceso al consumidor a gran escala y de forma segmentada se ha reducido** considerablemente, haciendo que sea más fácil y rápido generar imagen de marca y alcanzar una masa crítica de consumidores. Además, a día de hoy resulta más fácil **subcontratar la logística** a gran

escala, por lo que la ventaja de las empresas consolidadas también **se ha reducido** en ese sentido. Estos y otros factores (como las presiones inflacionarias o los menores costes de comparación) están obligando a las empresas maduras a innovar y perfilar mejor sus estrategias. En muchos casos, sus fuertes ventajas competitivas **habían adormecido su innovación** durante décadas, perdiendo de vista a los nuevos competidores. En el caso de Nestlé hay inversores activistas que están acelerando el proceso, pero sin duda los gestores **han sido complacientes**, y no deberían necesitar dichos empujones.

En este entorno, creemos que lo más importante es fijarse en empresas cuyos productos generan **hábitos de consumo difíciles de romper** (la pasta de dientes que usamos, el jabón con el que nos lavamos, la marca de comida de nuestra mascota), y que tengan **exposición al aumento de la clase media en**



países emergentes. Nestlé cumple estos criterios en cierta medida, y **sigue en nuestra lista de la compra**, así como otras empresas como **Colgate-Palmolive**.

Colgate-Palmolive se centra en productos de cuidado personal con **consumidores muy leales**. Es el líder mundial en pasta de dientes, con una cuota de mercado del 40%, 3 veces más que el siguiente competidor, y un **50% de sus ventas expuestas a países emergentes**, donde las campañas dirigidas a los niños crean hábitos que pueden durar décadas, en países con un gran crecimiento de la clase media y donde el consumo en gramos anuales de pasta de



dientes por persona es aún muy reducido en comparación con los países desarrollados. Además, cuenta con otras marcas icónicas en jabones y limpieza del hogar, y **comida de calidad para mascotas**. Se sirve de **dentistas, veterinarios y dermatólogos** para conseguir recomendaciones y aumentar la confianza en las marcas.

- **L Brands:** tras el +28% de revalorización que conseguimos en el semestre anterior, la matriz de Victoria's Secret **volvió a caer con fuerza** hasta un precio que consideramos atractivo (27,5€/acción). La tesis se basaba en la **fortaleza de la marca** y su capacidad de adaptación. Además, su división Bath & Body Works nos ofrecía una interesante protección, pues su peso en los beneficios es cada vez mayor y **su valor suponía una parte muy importante de la capitalización de L Brands**. Sin embargo, en los últimos meses hemos detectado varios aspectos que nos hacen pensar que puede ser **el principio del fin de la imagen de marca**. El aumento de los descuentos y las semanas de rebajas es una mala señal que **deteriora la imagen de exclusividad**, un patrón que ya hemos observado con anterioridad. Tampoco creemos que se estén adaptando como deberían a las **nuevas preferencias del consumidor**. El reducido precio ha permitido minimizar las pérdidas. **-5%**.

El resto de los cambios responden al proceso ya comentado de descubrimiento y búsqueda de **alternativas** con mejor combinación convicción/certidumbre/rentabilidad.



- **Errores de omisión:** son errores que no se pueden ver, pero creemos conveniente mencionar algunos **costes de oportunidad por cosas que NO hemos hecho**, pues en ocasiones éramos conscientes de la tesis de inversión:
 - **Microsoft:** Desde que Satya Nadella se hiciera cargo de la empresa como CEO en 2014, Microsoft no ha podido hacer las cosas mejor. Su fuerte apuesta por la **infraestructura en la nube**, su claro enfoque para revigorizar la empresa, o la **adquisición de LinkedIn** en 2016 mientras la estudiábamos como posible inversión, debieron ser suficientes pistas para valorar mejor el futuro de Microsoft. Desde 2016 la rentabilidad supera el 100%, lo que ha supuesto un viento de cola para gestores que admiramos como Terry Smith o Stanley Druckenmiller, y un claro error de omisión para nosotros.
 - **Roper Technologies:** Excelente empresa centrada en la adquisición de negocios con fuertes ventajas competitivas, por lo general nichos de mercado industriales. Similar en algunos aspectos a Constellation Software y a LIFCO, que mantenemos en cartera. La vendimos en 2015 al acercarse a \$200 y con el paso del tiempo se ha evidenciado el **coste de oportunidad de no ser dueño de compounders⁴ bien gestionados**. Cotiza cerca de los \$300.
 - **Brown-Forman:** Empresa de altísima calidad dueña de importantes marcas de Vodka, Tequila y Whiskey, entre las que destaca **Jack Daniel's**. La empresa no sólo ha sobrevivido al paso del tiempo, sin importar guerras o recesiones, sino que **sobrevivió a la prohibición directa de su producto**. Pocas muestras más claras de resiliencia hay que superar la ilegalización de lo que vendes. **Siempre nos ha parecido cara**, y aún así acumula una rentabilidad del +39% desde la creación de Numantia. Estamos indirectamente expuestos a ella a través de Markel.



Siempre nos ha sorprendido su capacidad para mantener su imagen de marca, y **adaptarse a las aspiraciones de sus consumidores**. En USA apelan a la nostalgia con la imagen de los cowboys de los ranchos americanos, tipos duros de la vida rural. Sin embargo, en países como China, el mensaje no puede ser: “Bebe esto y te sentirás como si volvieres a la granja miserable del pueblo de donde viniste!”, y por eso los anuncios allí **apelan al estatus social de la nueva clase media-alta urbana**.

⁴ Empresas capaces de reinvertir sostenidamente su capital a altas rentabilidades para crecer y aumentar geoméricamente el valor por acción de la empresa durante largos periodos de tiempo.



Análisis de empresas. Tema: El valor de la paciencia:

Como inversores debemos conocer **qué ventajas o cualidades distintivas tenemos frente al resto del mercado**. En el caso de Numantia, la principal característica diferenciadora es **una paciencia superior a la media**, un recurso muy valioso que debemos aprovechar. Muchos de los partícipes, entre los que me incluyo, **utilizan Numantia como su plan de jubilación**, con horizontes temporales de **15-20 años**. Otros compran participaciones para sus hijos recién nacidos pensando en su futuro, lo que me hace sentir una gran satisfacción y **una gran responsabilidad**. En todos ellos pienso con cada decisión de inversión. Esa mayor paciencia nos permite incluir empresas en cartera que otros no se pueden permitir.

El horizonte de largo plazo es lo que nos hace **centrarnos en las buenas empresas descartando las malas**. Una empresa de baja calidad, sin ventaja competitiva, **destruye valor cada día que pasa**, del mismo modo que si tomamos prestado dinero al 10% y lo invertimos al 5% nuestro patrimonio decrece.

Muchos inversores se centran en ese tipo de empresas porque apuestan a que habrá una adquisición, un cambio de gestión o de estrategia (turnaround), o a que están en el punto bajo del ciclo de capital y éste pronto se dará la vuelta⁵, o a que dentro de poco otros inversores dejarán de creer que la empresa es muy mala pasando a creer que sólo es mediocre⁶, haciendo que el precio de la acción se recupere. El problema es que, si ninguno de esos eventos ocurre pronto, **la empresa seguirá reduciendo su valor**. Y si el evento ocurre y genera algo de valor, inmediatamente tenemos que encontrar una nueva idea, aumentando las probabilidades de equivocarnos. **El tiempo no juega a nuestro favor**. Como dice Warren Buffett: **“El tiempo es amigo de los negocios excelentes y enemigo de los mediocres”**.

Jun 30, 1980 - Mar 27, 2017 • UN Valor



Nosotros vencemos el miedo a perdernos esas aparentes oportunidades⁷, y sólo seleccionamos las empresas que **generan valor años tras año**, con un horizonte superior al de un ciclo económico completo. ¿Por qué?, porque dichas empresas nos permiten aprovechar nuestra paciencia. **Entender cualitativamente la sostenibilidad de las ventajas competitivas** requiere tiempo y esfuerzo, e **importa en el largo plazo**, mientras la mayoría

⁵ Habitualmente confundiendo la dinámica de los flujos de capital en sectores concretos con las descoordinaciones generalizadas que son los ciclos económicos.

⁶ Arbitraje de expectativas o especulación en vez de inversión.

⁷ FOMO, Fear Of Missing Out.



de los inversores están centrados en los resultados del próximo trimestre. **Esos aspectos cualitativos⁸ no se valoran correctamente** y crean una constante ineficiencia. El mercado **no es bueno apreciando el efecto del interés compuesto**, a través del cual pequeñas diferencias en la rentabilidad anual provocan grandes cambios a largo plazo. Por eso los verdaderos inversores a largo plazo buscan empresas de calidad con ventajas competitivas **que aún puedan reinvertir sus beneficios a tasas elevadas** y aprovechar ese efecto de capitalización compuesta o “compounding”. Década tras década nos damos cuenta de que empresas excelentes que en un principio parecían caras, superan al mercado y habrían merecido una valoración mucho mayor, provocando que en las estadísticas los múltiplos de valoración reduzcan su importancia en el largo plazo⁹.

Comparación de múltiplos EV/EBIT en el momento de la compra para obtener el mismo beneficio

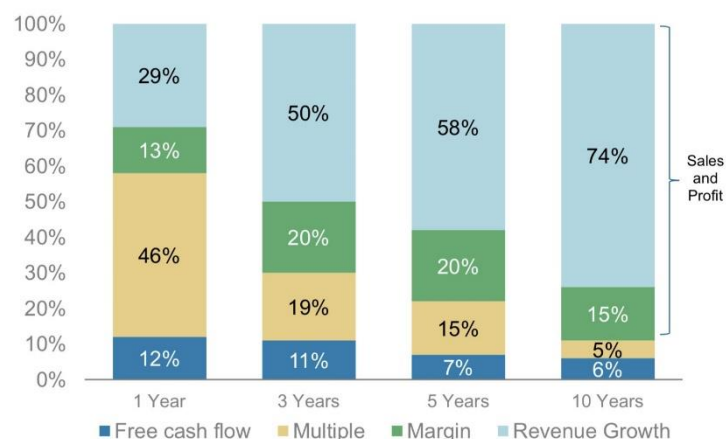
Tipo	Crecimiento	Característica	Rentabilidad para el inversor			
			0%	10%	15%	20%
Empresa excelente	5%	Poder sobre el precio	38	22	17	12
Buena empresa	5%	Apalancamiento operativo	21	12	9	7
Empresa creciente	5%	Sin apalancamiento operativo	13	8	6	4
Empresa Value	0%	Margen estable	10	6	4	3
Trampa de valor	0%	2% inflación en costes	1	0	0	0

Topline Growth the Long-Run Driver of Stock Performance

Sales Growth Is the Key Driver of Long-Term Stock Performance

Sources of Total Shareholder Return for Top-Quartile Performers

S&P 500 (1990 – 2009)



⁸ Ventajas competitivas sostenibles, habilidades de asignación de capital, incentivos, princip power sin explotar, etc

⁹ The hugely reduced role of PE ratios on long term returns is why traditional value investing is inconsistent with long term investing. Value arbitrage is trading. Long term investing requires correctly identifying superior future corporate performance. -Sean Stannard-Stockton



¿Significa esto que estamos alimentando el **debate entre la inversión en valor (Value) y la inversión en crecimiento (Growth)**, o entre la **inversión en calidad y el "Deep Value"**? Nada más lejos de la realidad:

En primer lugar, Pensar que existe una dicotomía entre Value y Growth evidencia **que se carece del adecuado enfoque de creación de valor** cara al futuro y se está sesgado por la inversión por factores, fruto de vanos intentos de matematizar la empresarialidad. El propio Buffett en su carta de 1992 escribe:

"La mayoría de los analistas sienten que deben elegir entre dos enfoques que habitualmente se consideran opuestos: "valor" y "crecimiento". De hecho, muchos profesionales de la inversión ven cualquier mezcla de los dos términos como una forma de travestismo intelectual.

Vemos eso como un pensamiento difuso (en el cual, debo confesar, yo mismo me incluía hace algunos años). En nuestra opinión, los dos enfoques están unidos: el crecimiento es siempre un componente en el cálculo del valor, que constituye una variable cuya importancia puede variar desde insignificante a enorme y cuyo impacto puede ser tanto negativo como positivo ".¹⁰

Efectivamente, **el crecimiento puede generar valor** si la rentabilidad de los proyectos de crecimiento es superior al coste de oportunidad de los proveedores de capital, pero **también puede destruirlo** si no es así. Y **sin una ventaja competitiva** para mantener o ampliar cuota de mercado y un conocimiento profundo de las dinámicas del sector, es prácticamente imposible estimar de forma razonable el crecimiento y su valor. Y el crecimiento, obviamente, puede estar muy sobrevalorado y muy infravalorado.

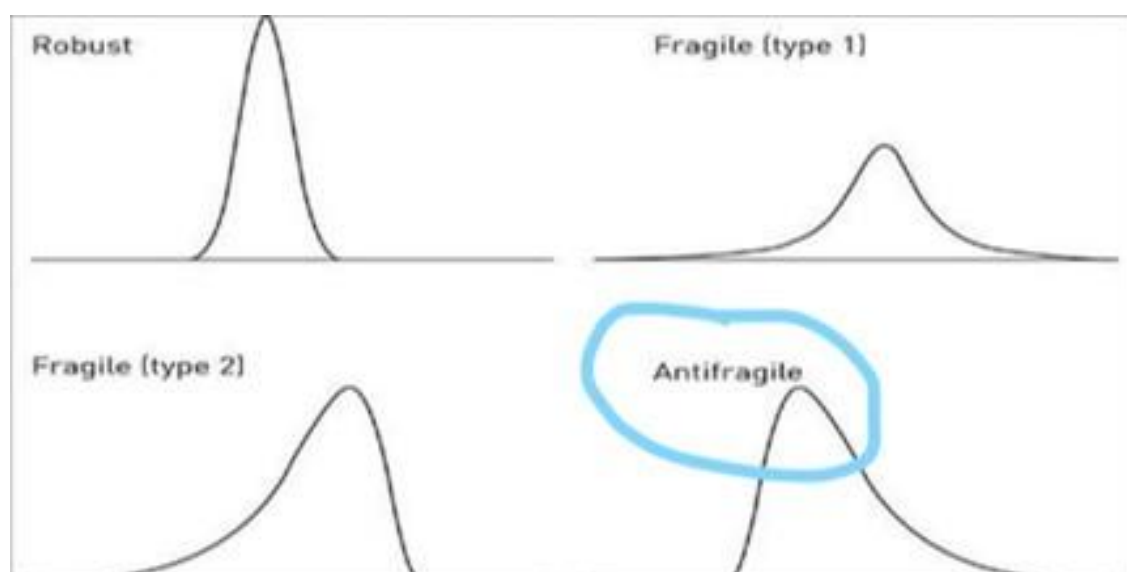
En segundo lugar, la inversión en calidad tiene un sesgo claramente conservador, pero no entra en conflicto con el Deep Value si se tiene clara la **idea de asimetría u opcionalidad**. El Value Investing se caracteriza, además de por su enfoque empresarial, por la búsqueda de opcionalidad. A veces se llama **margen de seguridad**, o se explica como "**cara: gano mucho; cruz: pierdo un poco**". Nosotros lo entendemos como **incertidumbre asimétrica**.

Simplemente quiere decir que, aunque el futuro sea siempre incierto, podemos estimar que **existe un universo de posibles eventos futuros positivos que es mucho mayor** y de mayor impacto al universo de posibles eventos negativos.

Fijémonos en las siguientes gráficas. El eje horizontal represente valoraciones y el vertical probabilidades:

¹⁰ Most analysts feel they must choose between two approaches customarily thought to be in opposition: "value" and "growth." Indeed, many investment professionals see any mixing of the two terms as a form of intellectual cross-dressing.

We view that as fuzzy thinking (in which, it must be confessed, I myself engaged some years ago). In our opinion, the two approaches are joined at the hip: Growth is always a component in the calculation of value, constituting a variable whose importance can range from negligible to enormous and whose impact can be negative as well as positive



Las empresas de calidad suelen generar un rango de valoraciones estrecho, pues son bastante predecibles y están muy protegidas. Compradas a precios razonables o infravaloradas, **los resultados son buenos y con pocas sorpresas**. Nos encontraríamos en la distribución superior izquierda o “robusta”.



Las empresas de baja calidad pueden ofrecer resultados **o muy positivos o muy negativos**, son tesis “frágiles de tipo 1” (arriba a la derecha) expuestas al problema de la **falsa precisión**: Si una empresa es tan incierta que el rango de estimaciones de su valor está entre 1€ y 10€, suponer que vale 5€ y comprarla por 3,5€ con “margen de seguridad” no es Value Investing, es falsa precisión.

La cosa cambia si la conseguimos comprar por 0,50€, en ese caso la cola de probabilidades de eventos positivos nos favorece. Si la empresa no está destruyendo valor (importante) y hay un suelo de valoración cerca del precio actual (por la caja, inmuebles valiosos o activos fácilmente reconvertibles), **todo el valor residual del negocio es “gratis”**, situaciones que



buscan los inversores Deep Value. En nuestro caso, nos gustan que nuestras empresas de calidad **incluyan de alguna forma esa opcionalidad barata** o distribución “antifrágil”. El universo de posibles adquisiciones futuras de XPO, la monetización de WhatsApp e Instagram, o el potencial de exploración en las empresas de Royalties que explicaremos en breve.

Por último, la distribución frágil de tipo 2 explica las situaciones en las que eventos negativos improbables (**cisnes negros**) pueden tener un alto impacto. Podemos estar en esa situación sin saberlo al existir muchas cosas que **no sabemos que no sabemos**, pero ocurre especialmente al comprar empresas cuyas **valoraciones son muy exigentes** y descuentan la perfección futura, crecimientos desorbitados, o en sectores donde hay un importante **riesgo político o elevado endeudamiento**, como ocurre en la banca.

En definitiva: al margen de los diferentes estilos de inversión válidos, que deben encajar con nuestra personalidad, **lo importante es mantener el enfoque empresarial** y entender que **el valor está siempre en el futuro y es un rango dinámico**. No compramos contabilidad, no compramos múltiplos, no compramos información pasada, ni medias; **compramos empresas** que hay que entender y valorar de forma cualitativa y prospectiva.

Estando de acuerdo en eso, con lo que somos críticos es con la **falsa precisión**, con **confundir valoración con contabilidad**, o con la **visión estática** que lleve a invertir a largo plazo en empresas que destruyen valor.

También es importante **utilizar la herramienta adecuada en cada caso**. Es tan absurdo utilizar un elaborado descuento de flujos de caja en una empresa Deep Value sin valor terminal, como creer que Amazon está cara porque su múltiplo sobre beneficios es alto.

"La mayoría de las herramientas que tenemos en finanzas fueron creadas para empresas maduras: ratio PER, ROIC, etc; pero para muchas empresas actuales, con intangibles y en crecimiento, usar esas herramientas es como usar un martillo para una cirugía: será sangriento, y acabará mal. No funciona." Aswath Damodaran

Esto es especialmente cierto en un mundo en el que **cada vez más activos son intangibles** (marcas, habilidades de directivos y empleados, retención de clientes, software), en el que **muchas inversiones en crecimiento e I+D** no se capitalizan, sino que pasan inmediatamente por pérdidas y ganancias¹¹, o en el que **predominan modelos de suscripción** centrados en los usuarios.¹²

¹¹ “A less obvious factor that is producing higher P/E ratios today is how accounting practices penalize certain growth investments. When a company builds a new plant, GAAP accounting spreads that cost over its useful life—often 40 years—so the cost gets expensed through 40 years of depreciation as opposed to just flowing through the current income statement.



Y para terminar esta reflexión, creo que también debemos **dejar de contraponer el Value Investing y la inversión en las llamadas “empresas tecnológicas”**. No sólo porque **la tecnología está en todas partes**, sino porque la categoría es inadecuada. Apple (principal posición de la cartera cotizada de Warren Buffett) es una empresa de comercio al por menor y servicios, **Alphabet y Facebook son agencias de publicidad** (con sus peculiaridades y negocios periféricos), y **Netflix está en el sector del entretenimiento**. Me sorprende la **falta de curiosidad** de muchos inversores, que tras categorizarlas o repasar por encima su contabilidad las descartan sin profundizar. Lo más prudente es no invertir en cosas que no se entienden bien, pero eso no puede servir de excusa para no aprender cosas nuevas y sentirnos orgulloso por ello. Si algo que parece importante o interesante no está en tu círculo de competencia, con calma y constancia, **espabilas y lo estudias**.

¿Qué ideas podemos destacar que aprovechan nuestra mayor paciencia, la opcionalidad, y no sean nada obvias según los métodos cuantitativos o la contabilidad?

- **Texas Pacific Land Trust**: una empresa desconocida, aburrida, nada seguida y muy difícil de valorar. Una tesis poco obvia donde **la paciencia es clave**. El Trust **se creó en 1888** a raíz de la quiebra de un proyecto para construir un ferrocarril, financiado con una emisión de bonos. Al quebrar la Texas & Pacific Railway Co, los bonistas recibieron en contraprestación certificados del recién creado Trust, que poseía **3,5 millones de acres de tierras en Texas**, además de **royalties perpetuos sobre el petróleo y el gas** del subsuelo. Desde entonces lleva más de 100 años liquidándose y comiéndose a sí misma, vendiendo paulatinamente terrenos y cobrando royalties para recomprar certificados de acciones.

Este proceso es **similar al de una tontina**, donde un bien queda disponible tras el paso de muchos años sólo para los supervivientes que firmaron el acuerdo, por lo que ha sido enormemente rentable para los inversores a largo plazo. Los poseedores de los últimos certificados de acciones serán enormemente ricos. Probablemente sea la inversión con **horizonte de mayor largo plazo que existe** en el mercado, pero la paciencia requerida frustra a la mayoría, y provoca que el **descuento aplicado** sobre el valor de los terrenos y los royalties siempre haya sido **muy alto**, favoreciendo la creación de valor de la estrategia de recompra.

But when Amazon hires engineers and programmers to help it prepare for sales that could double over the next four years, those costs get immediately charged to the income statement. When Facebook decides to limit the ad load on WhatsApp to allow it to quickly gain market share, the forgone revenue immediately penalizes the income statement. And when Alphabet invests venture capital in autonomous vehicles for rewards that are years and years away, the costs are expensed now and current earnings are reduced.

The media is obsessed with supposedly bubble-like valuations of the FANG stocks—Facebook, Amazon, Netflix and Google (Alphabet)” Bill Nygren (2017)

¹² Donde es importante la relación entre el valor de cada usuario y el coste de adquisición, teniendo en cuenta tasas de retención y pricing power futuros, como ocurre con Netflix.



Para tener una idea del impacto a largo plazo de este proceso en funcionamiento, podemos mencionar una anécdota que Max Hensley, presidente del International Bond and Share Society, recuperó en su periódico “Scripophily”¹³ en agosto de 2012 de **la historia del certificado**¹⁴ N° 390, perdido durante 72 años y encontrado en 1979 en una caja fuerte del banco Wells Fargo de San Francisco. En los años 90 del siglo XIX, dicho certificado valía unos pocos cientos de dólares, pero finalmente fue vendido por su legítimo dueño en 1986 por más de **\$5,7 millones**.



*The \$5.7 million Texas Pacific Land Trust Certificate of Proprietary Interest 390
Courtesy Texas Pacific Land Trust*

Su largo tiempo en el mercado nos brinda algunas referencias curiosas. **En 1998 Warren Buffett la menciona**¹⁵ en una lectura en la escuela de negocios de la Universidad de Florida para criticar que se utilice el precio de las últimas ventas de los terrenos para extrapolarlo al valor de toda la

propiedad llegando a un gran descuento, pues no es algo realizable inmediatamente. Y, sin embargo, es una de las **acciones más rentables de estos últimos 20 años**, aumentando su cotización casi 100 veces, sin haber extraído directamente ningún barril de petróleo, y sin apenas costes ni empleados (hasta hace poco sólo eran 8).

En favor de Buffett diremos que **es cierto que no debe valorarse así** sin descontar esa iliquidez, cosa que ya ha hecho el precio históricamente, y que él es fan de la creación de riqueza gradual y calmada. Durante una comida con Jeff Bezos, el CEO de Amazon, Jeff le pregunta **por qué no sigue todo el mundo su estrategia** de inversión, si es tan sencilla y de sentido común. Buffett le responde: **“porque nadie quiere hacerse rico despacio”**. Precisamente en febrero de 1998 podíamos leer en el Wall Street Journal: “Texas Pacific Land Trust Offers A Get-Rich-Slow Opportunity”.

¿Y cómo valoramos las acciones de esta empresa tan peculiar? Desde luego no podemos viendo únicamente la contabilidad, y la estimación no puede ser en ningún

¹³ <http://scripophily.org/wp-content/uploads/2016/03/Scripophily-Journal-2012-08-August-2012.pdf>

¹⁴ Cada certificado es equivalente a 3000 sub-acciones. Dicho certificado valía por 100 acciones originales del Trust.

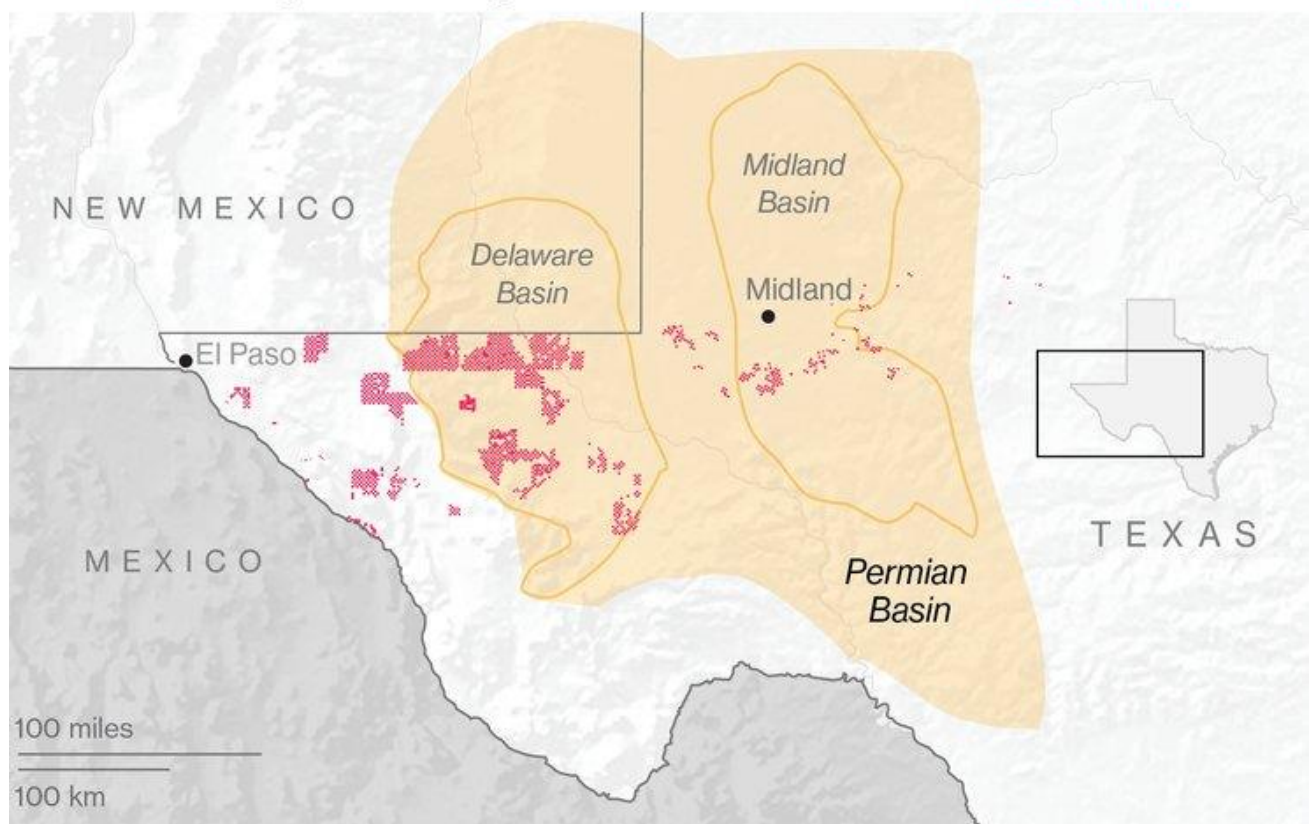
¹⁵ But generally speaking we have seen very little in that field that gets us excited. People sometimes get very confused about--they will look at some huge land company, like Texas Pacific Land Trust, which has been around over 100 years and has got a couple of million acres in Texas. And they will sell 1% of their land every year and they will take that (as income? Garbled) and come up with some huge value compared to the market value. But that is nonsense if you really own the property. You can't move. You can't move 50% of the properties or 20% of the properties, it is way worse than an illiquid stock. So you get these, I think, you get some very silly valuations placed on a lot of real estate companies by people who really don't understand what it is like to own one and try to move large quantity of properties.



caso exacta; **hay que conformarse con un amplio rango** después de una investigación en profundidad. Es necesario leerse los informes anuales de la empresa, de empresas similares cercanas, y de las empresas petroleras que operan en la zona, así como rastrear las transacciones más recientes de activos similares¹⁶ y hacer numerosas hipótesis. Es lo malo de los **activos durmientes o sin producir** (tierras sin vender, pozos perforados aún sin extraer, su incipiente y valioso negocio de agua aún por desarrollar), pero muy interesante y muy rentable. A \$800 por subacción y después del +40% de rentabilidad ya conseguida, ¿pensamos vender si su precio sigue aumentando? Diremos sólo que, si fuésemos dueños de todas las acciones y nos ofrecieran por ellas **5 veces el precio actual**, diríamos amablemente que NO.

Texas Pacific's Land Holdings

The trust earns gas and oil royalties from 887,698 acres of **unsold land**



Note: Not shown are 268,556 acres sold by the Trust where mineral rights are retained
Sources: Texas Pacific Land Trust, U.S. Energy Information Administration

Bloomberg

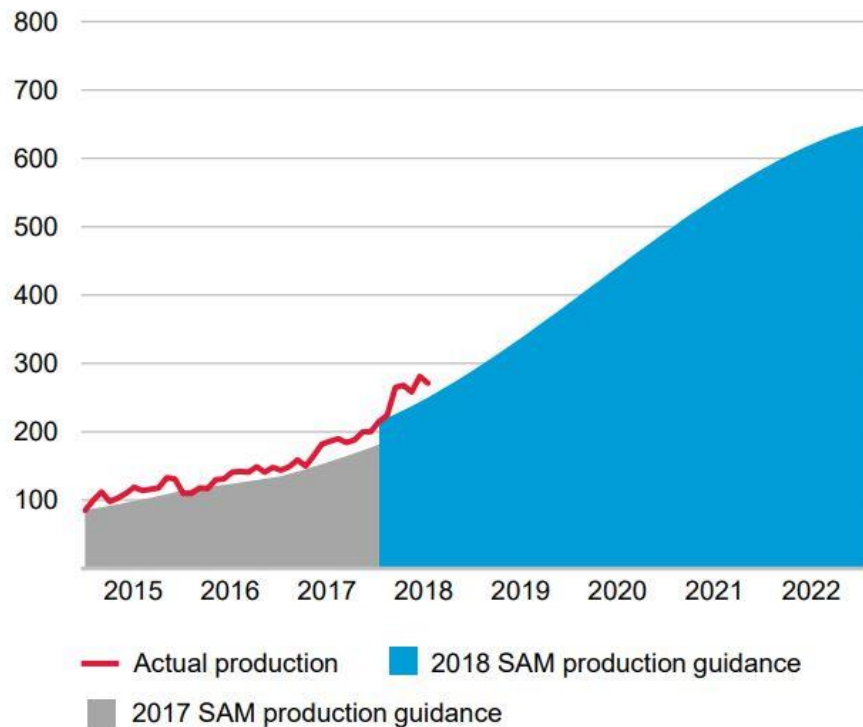
Actualmente quedan casi 890.000 acres de tierra sin vender, y derechos perpetuos sobre cerca de 450.000 acres, donde los descubrimientos de petróleo en la **cuenca pérmica** y las nuevas tecnologías como el **Fracking** están convirtiendo a Estados Unidos en un país energéticamente independiente, exportador neto de petróleo, y a esta zona de Texas en una nueva Arabia Saudí.

¹⁶ Como las últimas adquisiciones de Househill resources o la adquisición de RSP Permian por parte de Concho.



Midland and Delaware Basin*

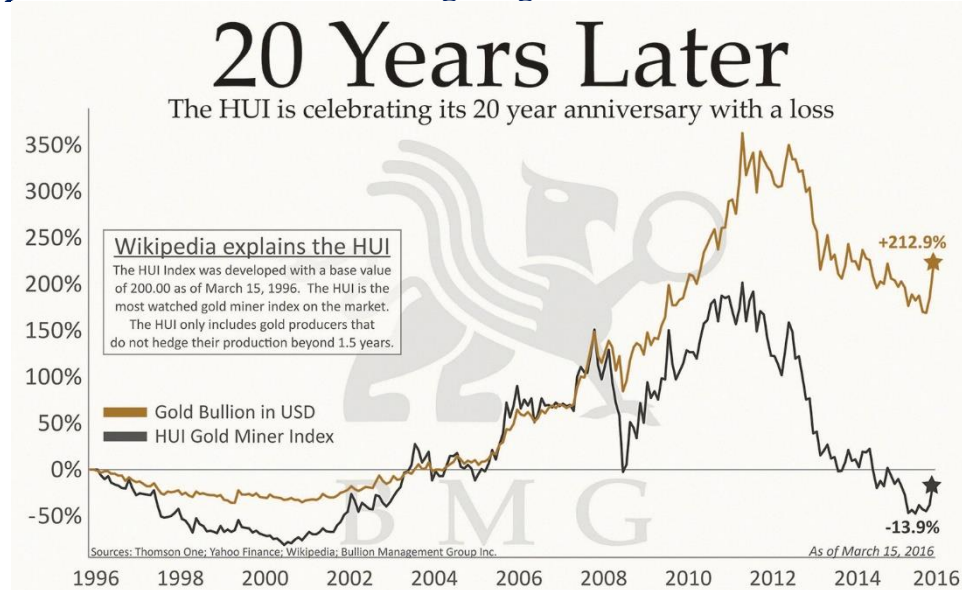
Net MBOED



Creemos que en el valor de la empresa es **más importante la paciencia que el precio del petróleo**, pero es obvio que la empresa se ve en parte afectada, y nos sirve como **cobertura para otras empresas** que tienen el petróleo como input y sufren si su precio sube. Las principales empresas petroleras de la zona como **Chevron o Anadarko** esperan crecimientos de producción en la zona del **30% anual** para los próximos años.

- **Sandstorm Gold y Abitibi Royalties: la mejor forma de invertir en oro:** muchos inversores se sienten atraídos por el oro como inversión, aunque en realidad **el oro no es una inversión ni es una materia prima corriente**; el oro es un bien presente y no renta nada, pero tiene valiosas características monetarias, por lo que se convirtió en dinero y reserva de valor mundial, manteniendo su poder adquisitivo durante siglos.

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 por 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.



Sin embargo, **podemos aprovechar las características de esta industria** para dar con una solución mejor y más elegante. Los proyectos de minería **requieren financiación**, y el lapso entre la exploración y el comienzo de la producción puede ser de 3-7 años. **La emisión de deuda es una mala solución**, pues los intereses hay que empezar a pagarlos desde el día uno, cuando aún falta mucho para que empecemos a producir. **Si ampliamos capital**, es muy probable que los precios de las acciones estén bajos **y destruamos mucho valor**. Además, pocos inversores acuden al haberse reducido en un 78% el número de brokers dedicados a ello en los últimos 5 años, y los fondos índices no pueden acudir y han adormecido el interés por los detalles de los proyectos empresariales subyacentes¹⁷.

La solución, además de alianzas estratégicas, es **acudir a una empresa de royalties**. La empresa de royalties adelanta el dinero para financiar el proyecto a cambio de un porcentaje de la producción futura. No un porcentaje de los beneficios de la empresa minera, sino **un porcentaje de las onzas que se produzcan durante toda la vida de la mina**, un matiz importante. Como las onzas son futuras e inciertas, **se aplica un importante descuento** en los contratos, adicional año tras año.

Imaginemos que el precio del oro es de \$1200/onza y realizamos un contrato de Royalty con un **descuento implícito del 15% anual** y la mina comienza a producir en sólo un año. Esas onzas de dentro de un año las compramos por un **valor presente de \$1043**, las del año siguiente por \$907, las del siguiente por \$789, etc. Si la vida de la mina es de 20 años y su producción no se detiene, habremos comprado las onzas de oro a un precio medio de \$375, o un **70% de descuento** con respecto al precio de mercado. Obviamente durante ese periodo el precio del oro puede cambiar: **nos expone a los beneficios de una subida de precio**, y ese descuento constante fruto de nuestra paciencia hace que **sea muy difícil perder dinero, aunque el precio del oro baje**.

¹⁷ Where did all de Equity go? <https://www.youtube.com/watch?v=U6VDYSZRGe4>



Para realizar dichos acuerdos con éxito, tanto de royalty como de **streaming** (una variante similar pero más compleja), es necesario un excepcional **equipo de expertos**: un par de los mejores geólogos del mundo, un buen negociador, expertos en minería y en finanzas con mucha experiencia, etc. Lo bueno es que no hace falta más, un equipo de 8 personas puede generar cientos de millones en ingresos anuales.

La primera empresa de este tipo fue Franco-Nevada. Actualmente es una empresa muy estable, y **aunque no firmasen nuevos contratos, disfrutarían de 30 años de flujos de caja** sin costes adicionales.

The New Franco-Nevada

- ✓ Proven Track Record
- ✓ Sustainable Dividends
- ✓ Built-in Growth
- ✓ Long Duration Assets
- ✓ Lower Risk
- ✓ Optionality



Oro, paciencia y talento, la combinación perfecta. ¿Qué buscamos nosotros? Buscamos invertir en la “Franco-Nevada del futuro”, en empresas de royalties con **gestores excepcionales, visión a muy largo plazo y que adquieran opcionalidad muy barata**. Esto último es posible porque los **descubrimientos futuros** de oro en los terrenos incluidos en el royalty también están afectados por él. También tenemos un porcentaje de la producción en esas **zonas aún sin explorar**, difíciles de valorar y a las que se les aplica un descuento extra.



Sandstorm Gold cumple con esos requisitos. El 80% de sus activos aún se encuentran sin producir, y la contabilidad actual no refleja bien esos “**activos durmientes**”. De hecho, estos años ha sido habitual que **el número de onzas descubiertas en las tierras de nuestros royalties sea superior al número de onzas producidas**. El equipo es excelente, y el CEO Nolan Watson un verdadero **Outsider** que toma decisiones valientes



y oportunistas cuando es necesario, aunque sean polémicas. La más reciente es la adquisición de una importante participación en la **mina Hod Maden**, que yo mismo critiqué por tratarse de minería y no de royalties. Sin embargo, es interesante entender por qué esa mina es tan especial que en la práctica sí **se comporta como un contrato de Streaming** aunque jurídicamente no lo sea, y la oportunidad y rentabilidad implícitas son excepcionales. La empresa es una de las más infravaloradas del sector, y recibiendo de forma pasiva los flujos futuros de sus acuerdos, sin firmar contratos adicionales, **la caja ascendería en pocos años a la capitalización actual de la empresa**. También suelen recomprar acciones, algo muy poco común en la industria del oro.

Otro caso es el de **Abitibi Royalties**, aún más barata. Gestionada por **Ian Ball**, quien conoce muy bien la industria y sus peculiaridades. Está enfocado en la creación de valor por acción a largo plazo, en la asignación de capital inteligente, y utiliza el **100% de su sueldo después de impuestos para comprar acciones**. Su principal activo es un royalty sobre algunas zonas de la mina más grande de Canadá, que comenzarán a producir en los próximos años.

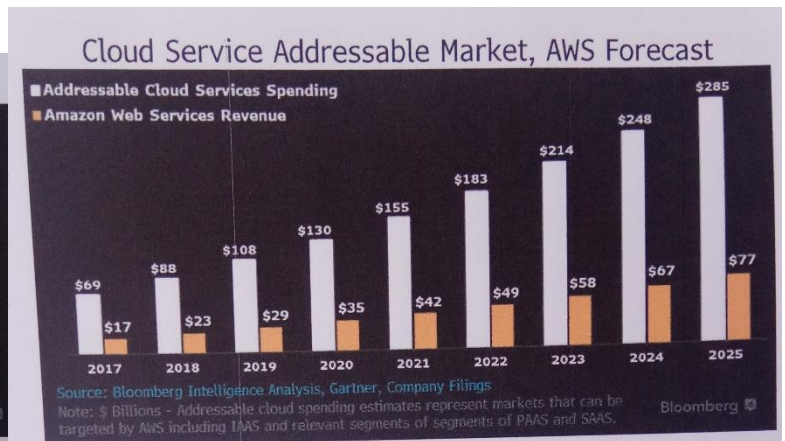


- Otros ejemplos de opcionalidad o activos durmientes infravalorados en nuestra cartera son:
 - El negocio publicitario de Wechat, actualmente a un nivel de **2 anuncios por persona y día**, o una monetización del 10% del nivel actual de Facebook.
 - La monetización de **WhatsApp, Instagram y Oculus**.
 - El universo de **futuras adquisiciones de XPO** para seguir consolidando el gigantesco y fragmentado sector de la logística. Actualmente su cuota de mercado es del 1,5%.
 - Los millones de metros cuadrados de **inmuebles sin desarrollar** en los terrenos de **Howard Hughes Corp**, otro ejemplo de lenta generación de



riqueza para las próximas décadas digna de incluirse en una **cartera para nuestros hijos**¹⁸.

- El incipiente **negocio publicitario de Amazon**, que actualmente ya es el mayor motor de búsqueda de productos del mundo, y puede alcanzar en pocos años el nivel de ingresos actual de AWS.
- El número de **usuarios Prime de Amazon**, que en 5 años puede duplicarse hasta los 200 millones, el **pricing power sin explotar** del precio anual de dicha suscripción, así como las **ventas del negocio retail**, que aún suponen un porcentaje muy bajo del mercado total de comercio al por menor en muchos países.



- Siguiendo con el valor de la paciencia, creo que si pensamos en la generación de valor a muy largo plazo es indispensable **entender todo lo que podemos las dinámicas de China e India**. Nuestra selección de empresas con fuertes ventajas competitivas, bien gestionadas e infravaloradas en estos mercados incluye: **Naspers (Tencent), Sina Corp (Weibo), JD.com y Fairfax India**.

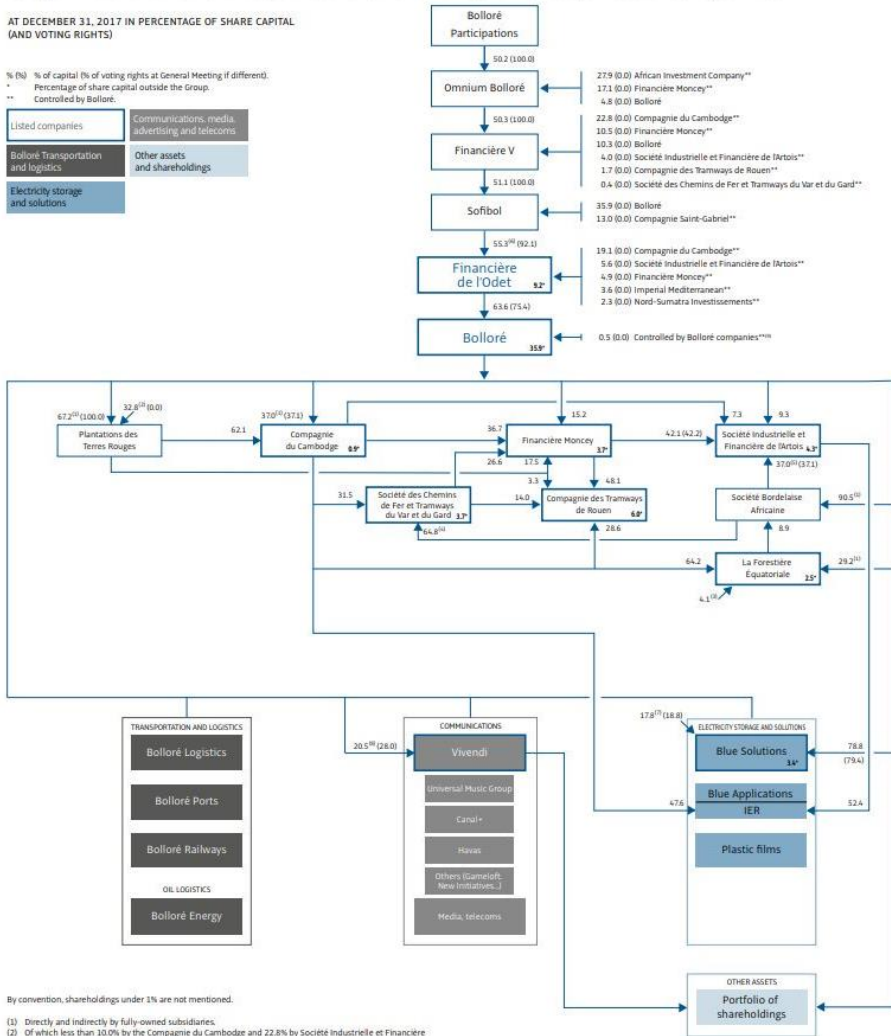
¹⁸ Como recientemente ha hecho el excelente inversor Whitney Tilson.



Organizational chart: detailed shareholding of Group listed companies

AT DECEMBER 31, 2017 IN PERCENTAGE OF SHARE CAPITAL (AND VOTING RIGHTS)

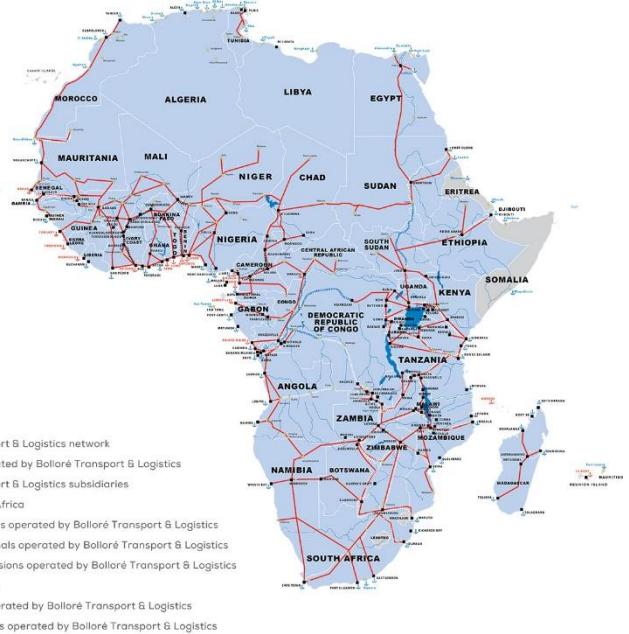
% (N) % of capital (% of voting rights if different).
 ** Percentage of share capital outside the Group.
 ** Controlled by Bolloré.



By convention, shareholdings under 1% are not mentioned.
 (1) Directly and indirectly by fully-owned subsidiaries.
 (2) Of which less than 10.0% by the Compagnie du Cambodge and 22.8% by Société Industrielle et Financière de l'Artois.
 (3) 4.1% by SFA, a 98.4%-owned subsidiary of Plantations des Terres Rouges.
 (4) 64.8% by its 53.4%-owned direct subsidiary Socfrance.
 (5) 10.2% by Société Bordelaise Africaine and 6.8% by its 53.4%-owned direct subsidiary Socfrance.

También ha sido interesante nuestra **investigación sobre África**, con la que éramos muy reticentes y durante la cual hemos tenido que **eliminar muchos sesgos**. Hemos conseguido adquirir un **conjunto de infraestructuras** (puertos, carreteras, ferrocarriles, logística) que son la **columna vertebral** de un continente que creemos que será el que más crezca en el siglo XXI, y no sólo comprarlo gratis, sino **que nos paguen por ello**. Esto es posible gracias a la **complejísima estructura de la empresa Bolloré**, cuya **propiedad circular** hace que en realidad la mitad de las acciones en circulación sean autocartera, y al **descuento extra de su matriz, ODET**, que muchos fondos no pueden comprar debido a su iliquidez, pero que creemos que será donde finalmente aflore el valor.

La inversión en infraestructuras no es sólo una tesis de inversión más, sino probablemente **LA tesis de inversión de nuestras vidas**¹⁹. Las infraestructuras sirven de eje para el crecimiento económico, y tanto la reducción de la inversión en los países desarrollados desde 1970 como el fuerte crecimiento de la clase media en las ciudades de países emergentes provocarán un **fuerte déficit de inversión privada** en infraestructuras a escala global del orden de las **decenas de trillones** de dólares de aquí a 2040.



¹⁹ [THE GREATEST INVESTMENT THEME OF OUR LIVES? AMP CAPITAL](#)



Ese es uno de los **vientos de cola de los que se beneficia Brookfield**, nuestra principal posición, y por lo que creemos que puede llegar fácilmente a los **500 billones de dólares en activos bajo gestión**, desde los 250 actuales. Además, estos activos de larga duración generan **flujos de caja estables, crecientes, y protegidos contra la inflación**.

Aunque la estructura de Brookfield es de por sí compleja (lo que ayuda a que esté tan infravalorada), **hemos detectado una capa adicional de complejidad y oportunidad**. Uno de nuestros sesgos es que damos más importancia a la información reciente, y a la más fácilmente accesible. A veces, **la información relevante está en una nota al pie, de un documento de 384 páginas de hace 3 años**, en una empresa poco conocida. La atención al detalle es algo muy valioso:

Name	Relationship to PVI	Common Shares Beneficially Owned, Directly or Indirectly, or over which Control or Direction is Exercised ⁽¹⁾	
		Common Shares	% Common Shares Outstanding ⁽²⁾
John P. Barratt	Director of PVI	Nil	----
Loretta M. Corso	Secretary of PVI	Nil	----
Edward C. Kress	Director of PVI	Nil	----
Brian D. Lawson	Director of PVI	3,079,380	4.22%
Frank N.C. Lochan	Director and Chairman of PVI	Nil	----
George E. Myhal	Director, President and Chief Executive Officer of PVI	4,691,670	6.42%
Vu H. Nguyen	Vice President, Finance of PVI	Nil	----
Ralph J. Zarboni	Director of PVI	3,800	0.005%
Partners Limited and its Associates	10% security holder of PVI	44,884,432 ⁽³⁾	61.45%

Notes:

- (1) The information as to Common Shares beneficially owned or over which control or direction is exercised, not being within the knowledge of PVI, has been furnished by the respective directors and officers. The information as to Common Shares beneficially owned or over which control or direction is exercised does not include any pro rata interest in Common Shares held by Partners Limited.
- (2) As at April 28, 2016, 73,046,897 Common Shares were issued and outstanding.
- (3) Includes 2,000,000 Common Shares owned by Partners (III) Ltd. and 7,058,580 Common Shares beneficially owned or over which control or direction is exercised by J. Bruce Flatt.

La empresa **Partners Value Investments** es en realidad un vehículo a través del cual los directivos de Brookfield Asset Management poseen acciones de Brookfield. El 95% es de ellos y no piensan vender, por lo que **la liquidez es muy muy baja** y cuesta construir una posición. La empresa es básicamente **una forma apalancada de estar expuesto a Brookfield con un importante descuento**, y obtener además una cartera de buenas empresas incluida.

Como anécdota, quisiera mencionar que varios compañeros tuvieron la oportunidad de asistir este año a la conferencia anual de Berkshire Hathway en Omaha, y acudieron también a una **cena con Bruce Flatt**, a quien le hicieron una pregunta de mi parte:

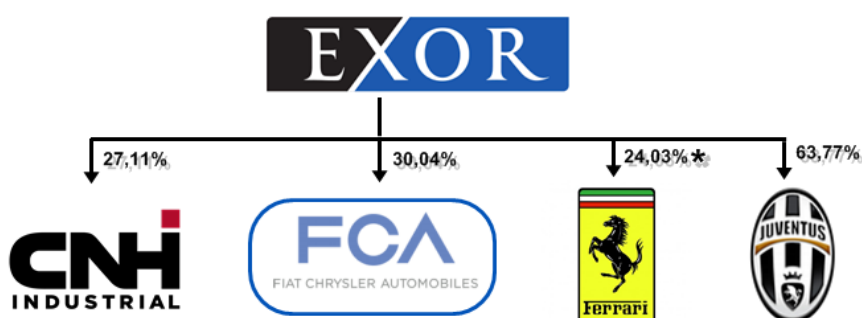


“Qué inversión considera más inteligente a muy largo plazo, **Brookfield Asset Management** o **Partners Value Investments**?”. Su respuesta fue bastante educada, sobre todo centrada en la liquidez. Reconoció que ellos son dueños de casi todas las acciones y no van a vender, así que recomendó comprar Brookfield. Lo importante fue su **titubeo y evidente incomodidad**, pues es algo que no quieren que se conozca demasiado. Se sorprendió. Es sin duda una **forma de aprovechar nuestra paciencia** y nuestro conocimiento de la compleja estructura de la empresa.



- **En busca de la próxima Berkshire Hathaway:** todos hemos sido testigos de la increíble creación de riqueza que ha conseguido Warren Buffett a través de su holding Berkshire Hathaway, empresa que tenemos en cartera, que creemos infravalorada, y que está **construida para perdurar durante décadas**. Sin embargo, ¿es posible encontrar empresas similares que sean versiones más pequeñas y jóvenes? Creemos que sí, y las tenemos en cartera: **Exor y Markel**.

Ambas se centran en la inversión a largo plazo en empresas con ventajas competitivas que generan valor años tras año, tienen excelentes habilidades de asignación de capital, y utilizan los negocios de seguros como forma de multiplicar sus beneficios.



Exor es el holding de la familia Agnelli, dueño de **Fiat-Chrysler**, **Ferrari**, **CNH**, **Partner Re**, la Juventus y The Economist. Creemos que Fiat puede multiplicar su valor en los próximos años gracias a **Jeep**



(además ahora hemos contratado a Cristiano Ronaldo para que nos haga publicidad con su camiseta) y a futuras Spin-offs de Maserati o Alfa Romeo, y nos gusta ser accionistas de empresas como Ferrari, que **no fabrican coches sino productos de lujo**.



La cotización actual implica que, **o bien obtenemos una reaseguradora de máxima calidad gratis (Partner Re), o compramos Fiat y Ferrari con descuento**, cuando creemos que ambas valen más.

En el caso de **Markel** valoramos su negocio diferenciado, su cultura de excelencia, calidad, honestidad y tradición, y las habilidades inversoras de **Tom Gayner**, al cual admiramos.



- **Actualización sobre Facebook (resumen de la tesis en la segunda carta semestral):** nuestra tercera mayor posición en el fondo debido a la alta convicción y rentabilidad esperada. Una tesis a veces polémica, pero con **mucha riqueza de matices cualitativos entrelazados** que podéis repasar en nuestra segunda carta semestral y cuya investigación sigue siendo un **proceso vivo**. Los resultados trimestrales han sido muy buenos: los ingresos crecen +42%, 34 millones más de



usuarios en el trimestre, \$5.100 millones en recompras de acciones o +17% en el precio por anuncio. **2.500 millones de personas** usan al menos una de sus plataformas, dato importante porque en la presentación los datos de usuarios o ingresos medios por usuario **no incluyen Instagram, WhatsApp ni Oculus**.

La gran caída se produjo durante la conference call, donde ya hay casi una **tradición de transmitir pesimismo y controlar expectativas**, por diferentes motivos (evitar fuertes caídas tras grandes sobrevaloraciones en las "stock options" de los empleados, seguir recomprando, o evitar el escrutinio de los reguladores). Esto es una **buena combinación con la visión a largo plazo que mantienen** y vemos el mismo patrón de "pesimismo adelantado" en otras empresas excelentes como Constellation Software o Berkshire Hathaway. En otras empresas todo es color de rosa y contentar a los analistas cada trimestre, en ocasiones **dejando de invertir para el futuro**. Me viene a la mente el caso de **IBM**.

Lo mejor de todo es que el "Guidance" o estimación cara al futuro de los gestores que tanto ha preocupado (caída de crecimiento y márgenes), además de excesivamente pesimista, es **totalmente autoinfligido**, producto de fuertes inversiones adelantadas en seguridad, contenido, infraestructura y nuevas fuentes de monetización que a la larga crearán **un ecosistema más robusto y valioso**.

Se ha hecho patente que tanto la infraestructura para mantener la seguridad y controlar el contenido como la inteligencia artificial o **la protección de datos son algo caro** y complejo que beneficia a las grandes empresas ya establecidas y evita que cualquiera pueda tener éxito creando una nueva red social, como ocurría antes; y en todo caso, Facebook está en un punto en el que simplemente **te copia o te compra**.

Nos gustan las empresas **capaces de sacrificar resultados a corto plazo para aumentar el foso defensivo a largo plazo**, y es claramente la estrategia. **Hay mucho por hacer e integrar**, en muchos aspectos y salvando las distancias culturales Facebook me recuerda a **Wechat hace 5 años**. La tesis sigue intacta: el valor para los anunciantes, el pricing power, la ventaja competitiva, los activos sin monetizar, y la valoración muy atractiva. En la caída compramos acciones y vendimos opciones de venta para aprovechar el pánico.

- **Eventos destacados del semestre:**

- Presentación en el Iberian Value: idea de inversión: Facebook:

El vídeo aún no está disponible. Lo estará en el canal de Finect.

- Clase en la escuela de Verano de Value School: La economía aplicada a la inversión. Extracto disponible:

<https://www.youtube.com/watch?v=4uXBh1UCWko&t=1s>

- Charla en **Value School**: Activos reales, la verdadera protección contra la inflación:

<https://www.youtube.com/watch?v=BlgEfyV9L5I&t=1s>

