



ARGOS CAPITAL FI

CARTA A LOS ARGONAUTAS- MARZO 2018

Varillas, 6-2º 24003 León

miguel.dejuan@hotmail.com

León a 1 de Marzo de 2018

Queridos Argonautas:

El 16 de Diciembre de 2010 inició su camino el fondo Argos Capital FI (en adelante “Argos”) con un valor liquidativo de 10€ por participación. A 31 de Febrero de 2018 su valor liquidativo era de 14,515164€, lo que representa una ganancia del +45,15% sobre el valor inicial y un +0,82% en lo que va de año. El mes de Febrero ha visto recortes en los mercados; el comportamiento del Argos, que empezó recortando también- aunque menos que el mercado- ha terminado en positivo en lo que va de año. Al igual que en otras ocasiones los movimientos a corto plazo sólo sirven de distracción. La situación sigue complicada y por ello seguimos concentrados en el margen de seguridad y lo que os pueda insistir en la disciplina sigue siendo fundamental.

La siguiente tabla compara el valor liquidativo del Argos con los principales índices:

| | IBEX 35 | Ibex35 con div | IGBM TOTAL | S&P 500div | EuroStoxx50 div | ARGOS CAPITAL FI |
|------------------------|---------|----------------|------------|------------|-----------------|------------------|
| De inicio a 28-02-2018 | -1.70% | +40.47% | +47.70% | +154.20% | +49.14% | +45.15% |

Si hacemos la comparación viéndola en euros, tenemos que 100.000 euros invertidos en los índices o en Argos serían a esa misma fecha:

| | IBEX 35 | Ibex35 con div | IGBM TOTAL | S&P 500div | EuroStoxx50 div | ARGOS CAPITAL FI |
|------------------------|-----------|----------------|------------|------------|-----------------|------------------|
| De inicio a 28-02-2018 | 98.301,75 | 140.465,28 | 147.702,04 | 254.195,74 | 149.140,46 | 145.151,64 |

Los datos de los índices están ajustados por dividendos y splits. Los datos de Argos Capital FI son después de comisiones y gastos. Datos no auditados. Fuente www.finance.yahoo.com y www.bolsasymercados.es

COMENTARIO GENERAL

“Cuando la oferta de bonos disponibles aumenta y la demanda cae, el resultado es menores precios, que en el mercado de bonos significa mayores tipos. Para los bonos del Tesoro en particular significa mayores tipos de interés a largo plazo. Cuánto más altos aún está por ver. Las expectativas sobre la inflación- de las que de nuevo creo que están desenfocadas- también están llevando los tipos al alza. Pero los tipos de interés a corto plazo están subiendo también, y a un ritmo aún más rápido por lo que la curva de tipos sigue aplanada. La rentabilidad del bono a dos años superó recientemente la rentabilidad por dividendo del S&P500 por primera vez desde antes de la crisis. Según esa diferencia se vaya incrementando (a favor de los bonos, nota mía), el incentivo para poseer bonos en vez de acciones crece.”

*John Mauldin- Enjoy While You Can
Thoughts from the Frontline- February 3, 2018*

“Sí, la especulación puede y ocasionalmente lleva al mercado a un múltiplo de su valor. La única alternativa a esta visión es imaginar que los colapsos que siguieron las extremas valoraciones de 1929, 1973, 2000 y 2007 emergieron de alguna forma del aire, ignorando el hecho de que las valoraciones proyectaban con razón fuertes pérdidas y se mantuvieron estrechamente correlacionadas con las rentabilidades totales de los subsiguientes horizontes de 10-12 años.

*Y pese a ello, es muy cierto que durante una burbuja especulativa, el nivel de las valoraciones **no es suficiente** para identificar el punto en que la especulación se torna aversión al riesgo. Mientras los síndromes `sobrevalorado, sobrecomprado, superalcista` fueron útiles en anteriores ciclos de mercado, depender de ellos en años recientes ha sido un lastre. Una medida más fiable de estos cambios en la psicología del inversor es la uniformidad o divergencia de la acción del mercado sobre un amplio rango de activos.”*

Measuring the Bubble- John P. Hussmann February 2018

“Es crítico para una firma de inversión ser construida para sufrir una dura derrota- estructural, financiera y psicológicamente. Los inversores deben tener una base de clientes pacientes que permita ser persistentes durante un mal año (o años) y un enfoque que limite el riesgo mientras mantiene un apropiado equilibrio entre la codicia y el miedo. Lanzar al viento, codiciosamente, la precaución es eventualmente desastroso pero la parálisis inducida por el pánico tampoco es una receta para el éxito. Los inversores deben emplear una filosofía de inversión y un proceso que sirva de baluarte contra un turbulento mar de incertidumbre y después navegar a través de señales económicas confusas y a menudo conflictivas y falsas direcciones del mercado. Entre el ataque de los precios de los activos siempre girando, desarrollos empresariales a todo gas y un volumen de datos sin precedente es más importante que nunca mantener tus convicciones. El value investing sigue siendo la más (y quizás la única) fiable Estrella Polar para aquellos que son capaces de permanecer pacientes, orientados al largo plazo y adversos al riesgo.”

Seth Klarman- Baupost Group 2015 Shareholders Letter, pag 6

“Comunidades enteras de pronto fijan sus mentes en un solo objeto, yendo locos tras él... millones de personas se vuelven simultáneamente impresionadas con una ilusión y corren tras ella hasta que su atención es atrapada por una nueva moda más cautivadora que la primera... Los Hombres, se ha dicho, piensan en manada; se les verá volverse locos en manada pero sólo recobrarán el sentido despacio y de uno en uno.”

*Charles Mackay- Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds
Citado en Richard Olfield- Simple but not Easy, pag 155*

“En los últimos cinco años, los fondos índice han batido a la inmensa mayoría de los gestores activos, haciendo que aún más inversores se den cuenta de lo que ahora es la respuesta obvia sobre qué hacer con su dinero: ponerlo en un fondo índice.

¿Puede esto continuar? Lo vemos altamente dudoso. Mientras indexarse es eficiente y en estos momentos efectivo, nunca ha habido una buena idea de inversión que no se haya llevada al extremo (las nifty-fifty, la locura de internet, los conglomerados, los MBS... por nombrar sólo unos pocos). Como a Warren Buffett le gusta decir: ‘Lo que el sabio conoce al inicio, el loco lo conoce al final’.

¿Así que a dónde vamos desde aquí? Indexarse presupone que todas las compañías deberían comprarse independientemente de su valoración actual y de sus perspectivas futuras de negocio. Que por supuesto no debe ser así. Mientras indexarse crece en popularidad el diferencial en valoración entre compañías excelentes y mediocres debería seguir estrechándose. Este desarrollo debería venir muy bien a los inversores de enfoque value.”

Boyar Value Group- October 2017

A lo largo del mes de Febrero los mercados han recortado, perdiendo todo lo ganado en Enero (De hecho el Ibx SIN dividendos está por debajo del nivel inicial hace siete años). El Argos, por su parte ha tenido mejor comportamiento- como suele ser habitual hasta la fecha, pero sin que eso signifique que haya de ocurrir lo mismo en el futuro- cayendo menos que el mercado cuando éste cae y en estos momentos estando en positivo en el año... cerca de los máximos históricos del fondo.

Os insistía en el mes pasado que cuidado con la complacencia en la “tendencia” en lo que los datos optimistas nos muestran hasta el momento... porque a veces cualquier situación inesperada da al traste con esa tranquilidad y los mercados están demasiado acostumbrados a vivir en un entorno en el que no pasa nada y si pasa ha de ser bueno. Y eso no es el mundo real. Desde el mes pasado, ha sucedido algo parecido y aunque tras un inicio de recortes que llevó a los índices más abajo de como están a cierre del mes la sensación en los mercados ha pasado de la complacencia de no ver más que cielos azules a una sensación de ¿“ha parado ya de caer o aún tiene que caer mucho más”?

Obviamente yo desconozco lo que el mercado va a hacer en el corto plazo. No lo he sabido nunca... no voy a empezar ahora. Además no merece la pena perder el tiempo con ello porque no hay forma de saberlo... se podrá dar el caso de que alguien diga su estimación o su visión... y que acierte. Eso no es “saber” algo. Yo, como he comentado a algunos argonautas y amigos en estos días, no tenía ni idea que tras vender Teekay, Repsol u otras iban a bajar aún más.... Eso es simplemente suerte. No siempre nos va a venir en contra. Pero tener suerte y acertar no es saber.

En nuestro caso, haber construido el Arca antes de que empezara a caer el Diluvio- que diría Buffett- nos ha permitido tener liquidez y aprovecharla cuando el mercado nos ha lanzado algunas oportunidades. Una de ellas largamente deseada.

Os repito continuamente que independientemente del nivel de mercado, si encuentro algo barato lo voy a comprar... y así ha sido. Eso no significa que comprar una nueva empresa o incrementar en alguna de las que ya tenemos en cartera implique que el mercado esté barato. No. Sigo sin pensar en el mercado para nada. Lo único importante es saber que lo que estamos comprando vale más, mucho más de lo que nos cuesta y que el mercado puede que no nos dé la razón hasta pasados unos años. A veces nos dan la razón al día siguiente o en unos meses, pero no deberíamos confiar en ello. Mejor que siempre os planteéis que serán años y que hasta entonces podemos estar viendo pérdidas en nuestra posición.

Estar preparados para ver caídas, para saber que si hoy me gusta una empresa a un precio determinado me va a gustar más con un 20-30% de pérdidas, es importantísimo para mí como asesor del Argos y para vosotros como argonautas (donde también estoy con vosotros), ya que mantener la calma e incluso las ganas de aprovechar las “segundas rebajas” es lo que nos permitirá comprar más barato una buena empresa. En el comentario de whatsapp os indicaba que habíamos comprado Inditex y os decía que ojalá cayera más para poder incrementar la posición a precios más bajos. No podemos saber si sucederá o cuando... pero nuestra actitud debe ser la de querer que suceda. Comprar barato algo bueno tan sólo es inferior a comprar aún más barato ese mismo algo bueno. Pensad siempre en el largo plazo y olvidaos del ruido diario del mercado... tanto cuando el ruido “os da la razón como cuando os la quita”.

La ventaja que el *value investing* nos ofrece no es sólo el marco conceptual a la hora de invertir sino que nos da una ventaja gracias al horizonte temporal. La importancia del horizonte temporal no suele resaltarse mucho pero debería. Al primero que le leí hablar de ello fue a John Huber de BaseHit Capital. En el mundo en que vivimos en que el acceso a la información de las empresas- grandes y pequeñas- está al alcance de la mano o de un clic, donde los *screeners* o filtros son tan accesibles (los hay incluso gratuitos), donde es tan sencillo acceder a lo que están haciendo grandes inversores- tanto en España como fuera de ella-, pensar que tenemos ventaja porque somos más listos que los demás... es difícil.

La otra posibilidad, dado que ya sabemos que no somos más listos que nadie y que habiendo tanta gente inteligente buscando discrepancias entre el precio y el valor será difícil encontrar una empresa que no haya mirado antes otro, es que seamos capaces de analizar dicha empresa de una forma diferente. Pero aunque sí es un hecho que en general hay tres formas de mirar el mercado: opción A también llamada gestión pasiva “me da igual la empresa y su precio... si está en un índice la compro en el mismo porcentaje en que figura”; opción B más conocida como análisis técnico “tendencias, soportes, resistencias, hombro-cabeza-hombro, pie-rodilla-menisco, sobrecompra...”; y opción C o también llamada *value investing* “qué porras hace esta empresa, cuanto tengo si la liquido, cuanto dinero efectivo genera...”... Mientras esas serían las formas generales de mirar el mercado y entre ellas claramente hay diferencias, es más difícil que entre el mismo enfoque (en nuestro caso el *value investing*) la diferencia a la hora de mirar una empresa sea significativa.

Quiero decir que es posible que las estimaciones entre un inversor u otro sean diferentes, que uno le de más peso en un momento determinado a un parámetro u otro... pero seguro habrá multitud de inversores cuya perspectiva sea casi idéntica entre ellos. Por lo que poca ventaja tenemos por ahí. Y lo mismo si hablamos de *quant investing* donde los parámetros que sigue el ordenador son casi siempre los mismo.

En cambio, el horizonte temporal de unos u otros sí ofrece diferencias significativas. Esto se ve en varios puntos pero por ejemplo uno de ellos es el dato de rotación de la cartera. Aunque supongo que todos los inversores *value* proclaman su compromiso con la inversión a largo plazo, podemos encontrarnos con situaciones en las que la rotación de la cartera es muy diferente entre ellos. Ojo... no es ninguna crítica a nadie. Si a un inversor le funciona estupendamente vendiendo las empresas que se suponía que compró con vistas al largo plazo cada cuatro meses, yo no lo critico. Bastante tengo con tratar de ganar al mercado. Es, como le decía hace poco a un argonauta tomando un café, como si alguien ha batido al mercado en los últimos 30 años con un método tan personal y particular como “lanzar al aire la moneda”... si le funciona, no voy a ser yo quien le diga que cambie.

Sin embargo ese compromiso con el largo plazo, ese horizonte temporal diferente (y que puede que uno maneje mejor que otros), es donde realmente se pueden encontrar diferencias significativas. Al final es una cuestión de encontrar nuestra ventaja competitiva donde pueda tener más efecto. Por poner un ejemplo, hace un año podíamos haber vendido las acciones de Arcelor Mittal ganándole aproximadamente un 80%, que en TAE hubiera sido prácticamente ese mismo porcentaje. De haberlo hecho, nuestra TAE hubiera sido mucho mejor que la que tenemos en estos momentos (65%)... pero habríamos dejado de ganar otro 90%. A veces, tener claro que nuestro horizonte es el largo plazo es complicado... el carácter es el peor enemigo del inversor como decía Graham... sin embargo, es el que dentro del marco conceptual adecuado- el *value investing*- puede darnos grandes alegrías a lo largo de los años.

Algunas Operaciones

Como los argonautas ya saben a través de los Comentarios de Actualización, durante este mes hemos incorporado dos empresas nuevas (una largo tiempo esperada) a la Cartera del Argos. Como sabéis de la Carta del mes anterior estábamos en una situación en la que estábamos incrementando la posición de liquidez. Y como sabéis también de otras Cartas, *si encuentro algo barato lo compraré independientemente de cómo esté la situación del mercado*. Bien, pues en un caso buscada y en el otro encontrada, gracias al cortoplacismo del Sr. Mercado, hemos seguido encontrando dos excelentes empresas, una en Estados Unidos, la otra en España.

Comencemos ahora a comentar la empresa americana: **BOSTON OMAHA**. En muchísimas ocasiones miramos atrás en un gráfico histórico y lamentamos- o deseamos- haber podido comprar esa o aquella empresa al inicio de dicho periodo. Imaginad poder haber comprado acciones de Berkshire Hathaway hace 30 años o cualquier otra de las que, ahora, podemos comprobar que tan bien les ha ido.

Obviamente, salvo que tengamos un **Delorean** para volver al pasado como *Marty McFly* en la película “Regreso al Futuro”, esa no es una solución válida para nadie. Lo único que queda es hacer los deberes, buscar empresas en las que podamos estimar que en el futuro van a ser mucho más grandes en tamaño, estupendas en eficiencia y resultados y que, como tal, el mercado terminará premiando su comportamiento empresarial con subidas de su cotización en el mercado. Generalmente tendemos a buscar dichas empresas en las que ya están negociadas y que cuentan con una trayectoria más o menos longeva para poder “estimar” su futuro basándonos en la media histórica... y ciertos ajustes.

Al encontrarme- gracias a Steven Kiel- con la empresa que nos ocupa, la sensación inicial de encontrarnos en los albores de un proyecto apasionante y con mucho futuro fue, desde el primer instante, asombrosa. **Boston Omaha** es esa empresa. Veamos qué es tan atractivo de ella.

Lo primero que tenemos que tener en cuenta es que, a simple vista, la empresa es una pequeña empresa- capitaliza unos \$300 millones – y creada hace recientemente muy pocos años- el equipo directivo actual la recapitalizó el 19 de Junio de 2015. Por si fuera poco, las cifras contables que presenta son pérdidas y por tanto poco atractivas. Entonces, ¿qué me atrajo de ella? El convencimiento de encontrarme ante una *compounder* en sus inicios. Recordad que una empresa *compounder* es aquella empresa que es capaz de incrementar su valor intrínseco con el paso de los años o, en palabras de Warren Buffett: “El tiempo es su amigo, no su enemigo”.

La historia de esta empresa parte cuando los dos actuales co-CEOs, Alex Rozek (Boston) y Adam Peterson (Omaha), decidieron unirse en este proyecto. Ambos venían del mundo de la inversión- son jóvenes aún, están en los 35 y 38 años- y tras varios años de trabajar para terceros ven la oportunidad de aprovechar nichos de mercado.

Alex B. Rozek, age 38, has been Co-Chairperson of our Board of Directors, Co-Chief Executive Officer and President since February 12, 2015, when he became a member of our Board of Directors. Since July 2007, Mr. Rozek has served as the Manager of Boulderado Group, LLC, which is the investment manager of Boulderado Partners, LLC, a private investment partnership. From 2004 to 2007, Mr. Rozek served as an analyst for Water Street Capital and Friedman Billings Ramsey Group. Mr. Rozek graduated with a B.S in Biology and a Minor in Chemistry from the University of North Carolina. Our Board has determined that Mr. Rozek's 13 years' experience in investments and financial analysis qualifies him to be a member of the Board in light of the Company's business and structure.

Adam K. Peterson, age 35, has been Co-Chairperson of our Board of Directors since February 12, 2015, when he became a member of our Board of Directors. Since June 2014, Mr. Peterson has served as the Manager of The Magnolia Group, LLC, an SEC registered investment advisor and the general partner of Magnolia Capital Fund, LP. From November 2005 through August 2014, Mr. Peterson served as the Chief Investment Officer of Magnolia Capital Partners, LP and related entities. From May 2004 through June 2006, Mr. Peterson was a financial analyst for Peter Kiewit Sons, Inc. Mr. Peterson graduated with a B.S. in Finance from Creighton University. Our Board has determined that Mr. Peterson's 12 years' experience in investments and financial analysis qualifies him to be a member of the Board in light of the Company's business and structure.

Adquieren la compañía inicial REO Plus (Texas), la trasladan a Delaware por la mejor fiscalidad corporativa y cambian su nombre al actual Boston Omaha (no gastaron nada en especialistas de marketing corporativo: eligieron el nombre de sus dos respectivas ciudades y listo). Casualmente, Alex es el nieto de una de las hermanas de Buffett y, algo que le honra, no ha querido usar nunca el apellido de Buffett- gracias Andrei por la anécdota. (Y además es un hombre muy asequible). Siguiendo el ejemplo del “tío-abuelo al que no se le quiere nombrar”, el código de conducta y el propio modelo de Boston Omaha sigue los parámetros que tanto nos gustan de Berkshire Hathaway. Un inciso que creo es importante: Boston Omaha NO es la “nueva” Berkshire Hathaway. No hemos invertido en ella con la esperanza de que lo sea. Sin embargo, tiene características- de comportamiento y ética, si queréis decirlo así- que rememoran el alto nivel marcado por Berkshire.

Esto se ve, por ejemplo, en la transparencia- candidez, diría Buffett también- a la hora de hablar de su salario: de momento el salario mínimo (unos \$23.600 al año) y un *bonus* en efectivo siempre y cuando logren crear valor (medido como crecimiento del valor en libros) por más del 6% anual.

First, with regard to the employment contracts, we thought it was better to state the future amount of our salaries now, so that shareholders can see what these contracts will cost the company at some point. For now, we both receive the minimum wage. At some point in the future our base salaries will increase to the level stated in our employment agreements. We bring attention to these contracts because we want shareholders to know the bill upfront.

We also created a Management Incentive Bonus Program. All executives in the Boston Omaha parent company are eligible and here is the plan: The bonus pool for management may equal up to 20% of the “Adjusted Stockholders’ Equity” that exceeds 6% growth year over year.

Por supuesto se puede hacer trampas en este cálculo...ellos no las hacen: desde el principio establecen que para poder cobrar dicho *bonus* deben hacer crecer el valor en libros por la propia operativa, por el incremento de los beneficios retenidos y no, de forma artificial por emitir nuevas acciones y captar nuevo dinero (también puede crear valor, pero no es lo que ellos pretenden).

“Adjusted Stockholders’ Equity” for this calculation is meant to measure book value growth from retained earnings. Specifically, it excludes any increase or decrease from purchases or sales of stock.

We think management should be incentivized most to grow book value by focusing on the returns its businesses generate, not by tinkering with the right side of the balance sheet by buying or selling shares.

Otro de los aspectos que referencian el estilo o la cultura de Berkshire Hathaway (y sabemos que establecer una cultura desde el inicio es el mejor modo para que dicha cultura se impregne, en vez de llegar a una ya establecida... y cambiarla) es cómo ven ellos su marco de toma de decisiones.

- Get incentives right - We focus on alignment of interests. We do our best to make sure that all parties are motivated toward the same goal and we think this gives us the best chance of achieving our desired outcome.
- Decentralization – Our goal is to find great managers and let them continue to do what they do best. If we get incentives right, a decentralized system works.
- Long-term thinking – Our preferred holding period is forever. Change is all around us, and every day there are new technologies being developed attempting to shift the marketplace. We are focused on the businesses that we think will be prosperous regardless of those shifts.
- Focus on cash – We generally want businesses that will send cash to the parent company. That can be in the form of free cash flow, float, or other forms, but we view the more cash produced by our assets and sent to us to re-allocate, the better our chances will be to grow book value over time at acceptable rates.
- Partnership – We are all shareholders of Boston Omaha. Management is invested alongside shareholders.

Alineamiento de intereses, delegar la gestión de las empresas en los especialistas, pensar a largo plazo y no en el siguiente trimestre, focalizarse en el efectivo... y el espíritu del *partnership* que los argonautas tanto apreciamos porque nos hace iguales.

Todo esto está muy bien, desde luego, pero ...¿lo cumplen? Vaya que sí... para muestra el inicio- que recuerda al de Berkshire, también- de su segunda carta a los accionistas:

To the Shareholders of Boston Omaha Corporation:

Boston Omaha reported a loss of approximately \$3.2mm for calendar year 2016. Book value per share, however, grew 6.5% last year. Since present management first took over in early 2015, the company has been recapitalized with over \$66mm, of which over \$44mm has been deployed to date. During this period, book value per share grew from \$7.48 to \$9.02, as of December 31, 2016.

It is important to note, that the increase in book value per share to date is attributable entirely to stock issued at a premium to book value, which has more than offset our reported losses. Some of these losses are related to amortization and non-recurring expenses, and there will be more on that later in this letter.

As a result, your Co-CEO's are not taking victory laps for book value growth, rather we are keeping our heads down, focused on continuing to improve the return on our productive assets, and finding opportunities for our excess cash.

Como podéis ver, aunque el valor en libros por acción creció más del 20% (\$9.02 frente a \$7.48) esto fue debido a la recapitalización; ellos mismos indican que el crecimiento por el que quieren medirse fue el 6.5% (y sólo ese 0.5% les da derecho a cobrar *bonus*). Pero veamos ahora lo que han estado haciendo desde que tomaron las riendas de Boston Omaha.

| PROLOGUE | | | | | |
|---|---|--|--|---|---|
| 08 • 2009 REO Plus, Inc. incorporated in Texas | | | | | |
| 11 • 2012 Registration Statement effective with SEC | | | | | |
| 02 • 2015 Present management takes over | 07 • 2015 Florida billboards acquired from Fair Outdoor, LLC | 02 • 2016 GIG DC Captive Formed | 09 • 2016 BOMN listed on OTCQX Exchange | 01 • 2017 Georgia billboards acquired from Clear Channel Outdoor | 07 • 2017 Georgia billboards acquired from View Media, LLC |
| 03 • 2015 Redomicile to Delaware, renamed Boston Omaha Corporation | 08 • 2015 Georgia billboards acquired from I-85 Advertising, LLC | Wisconsin billboards acquired from Jag, Inc. | First Annual Shareholder's Meeting | Wisconsin billboards acquired from Hartland Outdoor, LLC | GIG acquires Surety Support Services, Inc. |
| 06 • 2015 Alabama billboards acquired from Bell Media | 09 • 2015 General Indemnity Group, LLC ("GIG") formed | 04 • 2016 GIG acquires the Warnock Agency, Inc. | 12 • 2016 GIG acquires United Casualty and Surety Insurance Company | 05 • 2017 Georgia billboards acquired from Tinsley I-75 | Over-allotment exercised, total gross proceeds of \$97 million from public offering |
| | 11 • 2015 Minority investment in Leyden Rock | 06 • 2016 Georgia billboards acquired from Kelley Outdoor Media LLC | | 06 • 2017 Alabama and Georgia billboards acquired from Corey Companies, Inc. | 08 • 2017 Georgia billboards acquired from Tanner Advertising Group, LLC |
| | 12 • 2015 Interest in Logic acquired | | | Georgia billboards acquired from Vision Outdoor Media, LLC | |
| | | | | BOMN announces \$85 million public offering and NASDAQ listing | |
| 2015 | | 2016 | | 2017 | |

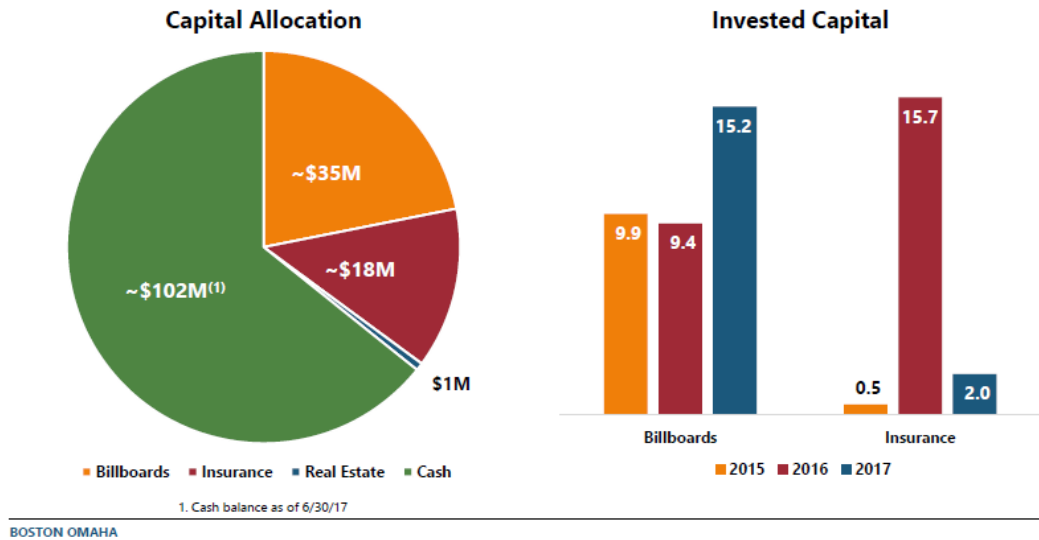
BOSTON OMAHA

4

No han parado de buscar empresas que les ofrezcan la posibilidad de flujos de caja recurrentes y crecientes en el tiempo, en empresas con nichos de mercado que puedan permitirles disfrutar de barreras de entrada y *moats* (fosos en inglés para indicar “ventajas competitivas”) duraderos y crecientes... y lo están logrando. De momento las incursiones que están haciendo (multiplicando con ello el valor presente de los dólares que invierten. Un dólar vale un dólar- y se deprecia con el tiempo; un dólar invertido en una empresa rentable vale mucho, mucho más... ya lo sabía el Tío Gilito en una aventura contra el malvado Rockerduck 🐸), están dirigiéndose a tres sectores diferentes:

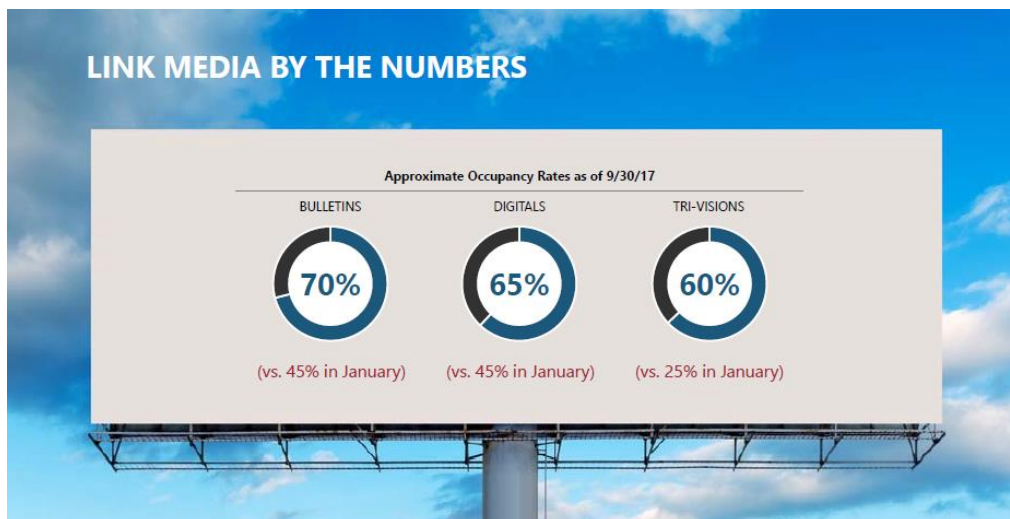
por un lado y hasta el momento el principal es el de vallas publicitarias (*billboards*) tanto tradicionales como digitales; sector seguros (en concreto en el segmento/nicho de fianzas o *surety bonds*) y en último lugar, el sector inmobiliario o *real estate*.

CAPITAL SUMMARY



La mayor parte del valor contable de la empresa se encuentra en liquidez (tesorería pura o bonos a corto plazo)- en estos momentos es inferior a esos cien millones a fecha de Junio 2017 ya que han seguido comprando más activos- y el resto está en *billboards*, seguros de fianzas y, residualmente, operaciones de *real estate*.

LinkMedia, que es la división de *billboards*, está concentrada en estos momentos en cuatro estados: Alabama, Florida, Georgia y Wisconsin y aunque sigue adquiriendo nuevos activos ya ha alcanzado más de 500 estructuras con más de 1.200 pantallas (en las estructuras con tecnología digital pueden alcanzarse hasta 8 anunciantes diferentes).



El negocio de estos paneles anunciadores o *billboards* ofrece varias características bastante atractivas por lo que Alex y Adam se han sentido atraídos desde el inicio de la empresa.

- Supply limitations in most well populated markets brought on by increasing regulation;
- Growing demand due to its relatively low cost and general effectiveness as a local and national advertising medium;
- Low capital intensity (e.g. static billboards);
- Few substitutes coupled with an often fragmented customer and supplier base; and
- Various options for increasing cash flow over time at reasonable rates relative to incremental capital employed.

In addition, our billboard assets have a lower than industry average lease cost due to land ownership and numerous fixed rate leases. Excluding this last point, many of these general factors benefit all owners of a well-located billboard plant over the long-term, and our corresponding time horizon will allow us to obtain our share of these favorable dynamics.

En Estados Unidos el regulador ante quien deben adaptarse los estados y condados es la *Highway Beautification Act (HBA)* que regula lo concerniente a los billboards en las carreteras controladas bajo dicha ley. El sector básicamente movió \$4.800 millones en 2016, a los que habría que añadir otros \$2.600 millones en otras alternativas como mobiliario urbano, estructuras en estadios, etc. Lo que Boston Omaha está haciendo es ir adquiriendo aquellas estructuras donde obtienen suficiente capacidad de impacto/visibilidad, donde el número de estructuras es amplio (*bolt-on*) y, sobre todo donde el precio es lo suficientemente atractivo como para resultar en márgenes rentables y crecientes. ¿Cómo son de atractivas las economías del negocio de billboards? Lo siguiente representa lo que supone un dólar invertido en el típico panel de 10.000 pies cuadrados tradicional, no digital (donde los datos son bastante mejores):

Billboard Economic Opportunity

| | |
|-----------------------------|---------------|
| Advertising revenue..... | \$ 1.00 |
| Land expense..... | 0.25 |
| Sales cost..... | 0.13 |
| Other costs..... | 0.13 |
| Maintenance capex..... | 0.04 |
| Economic income..... | \$0.45 |

Capital requirements:

Net working capital (no inventory which keeps requirements somewhat light)

Tangible PP&E (wood, steel, digital faces, lighting)

Note: Management's estimates of general billboard economics at scale

Como podéis comprobar son muy rentables. Obviamente en su “cuenta de pérdidas y ganancias” particular faltaría incluir otros gastos a mayores (tampoco muchos más), pero en resumidas cuentas demuestra que un dólar invertido vale más... mucho más ya que su generación de *FCF yield* (hablo exclusivamente del negocio de billboards) se mueve entorno al 8% en adelante. Un negocio con retornos de ese calibre puede admitir valoraciones de entre doce a quince veces fácilmente. Por tanto, *cada dólar en manos de Boston Omaha invertido en billboards puede suponer una valoración de cinco dólares*. Esto es muy significativo porque actualmente la compañía se encuentra cotizando a

dos veces valor en libros, *cuando tenemos que de dicho valor aproximadamente un tercio (escribo el 8-2-2018 y cuenta con unos \$100 millones de un total capitalización de \$290 millones) es cash...dólares a la espera de ser invertidos y “valer” al menos cinco por cada dólar, nos daría una valoración “estimada” de \$500 millones a los que habría que añadir el resto de activos.* Esto no es tan claro como parece, evidentemente, ya que no cada dólar que tenemos en balance irá al negocio de billboards; pensemos que sin contar con las operaciones de recapitalización autorizadas pero no previstas aún- tanto en recursos propios como vía otros instrumentos-, sea un 40% de dicho efectivo el que termina yendo al negocio de billboards. Esos cuarenta millones adquieren un valor de \$200 millones, a sumar al resto de activos actuales más los otros sesenta que estarían en balance o irían a los otros negocios. E irán a los otros negocios. Un inciso antes de pasar a otra rama de la empresa; los costes del terreno que en la tabla se estimaban, de forma general, en el 25%...en Link Media están más bien en el entorno del 16-18%... el valor de los dólares que se inviertan en billboards valen mucho, mucho más que en liquidez.

Veamos ahora el negocio de seguros de fianzas, *surety insurance* y el porqué resulta atractivo y el porqué Alex y Adam están tan ilusionados con él. La filial recibe el nombre de *General Indemnity Group* y al frente tiene a Michael Scholl que tiene 25 años de experiencia en este nicho del sector seguros. Y se está demostrando que dicha experiencia da sus frutos. El objetivo de la división de seguros es, curiosamente, ganar dinero mediante los seguros de nicho. Digo curiosamente porque como ellos dicen, no tienen el objetivo de usar la división de seguros como una carcasa para invertir en mercados de bolsa (algo que todos los que pretenden “copiar” el modelo de Berkshire quieren hacer). Al igual que Berkshire la división de seguros ha de ser rentable como aseguradora/broquer de seguros y en primer lugar, los recursos que generen van a ir dirigidos a incrementar el valor de la misma. Si los recursos fueran excesivos para el crecimiento *entonces es cuando podrían usarlos para adquirir otro tipo de negocios.* Ese es el auténtico modelo Berkshire... no empezar la casa por el tejado. Y sin presiones por “crecer”.

General Indemnity will be an underwriting and distribution operation first, not an investment operation masquerading as an insurance company. It has no pressure from management to grow premiums at a predetermined rate, no legacy liabilities to pay, a president with a general disposition to favor patience over action, no asset management arm to draw fees off it, and for better or worse, a clean slate in terms of its distribution model.

The insurance risk we are interested in taking will overwhelmingly be commercial, not personal, charge premiums well in excess of their anticipated losses, and be shorter tail in nature, meaning our policies will likely have durations around a year or less. There may be instances where we would write risk that varied slightly in one way or another, but generally, our current plan is to focus on high policy count, low loss limit business.

Al estilo Buffett, también les gusta que las empresas a ser posible vengan con equipo directivo incorporado. Así, adquirieron *The Warnock Agency*, donde el fundador Lamon Warnock cuenta ahora con recursos suficientes para expandir su experiencia- cien por cien concentrada en el nicho de fianzas.

También adquirieron otra especialista *United Casualty and Surety Insurance Company* con más de 28 años en el nicho, calificada de “Excelente” por A.M. Best y es una de las empresas dentro de la “T-listing”, que significa que está autorizada porque cuenta con el *Certificate of Authority as an Acceptable Surety on Federal Bonds...* certificación específica y obligatoria para acceder a intermediar en fianzas con los contratistas del gobierno.

Veamos qué es lo que les gusta tanto del nicho de fianzas o *surety bonds* a Alex y Adam.

First, the nature of surety is a little different than other lines of insurance, in that surety is designed to prevent a loss rather than cover a loss.

Surety is a tri-party agreement, meaning that a surety company is generally guaranteeing a specific performance of the insured, (“Principal”), for a third party. In many cases, the ability of the Principal to stay in business demands that there are no claims outstanding on a required surety bond. The Principal often has a real incentive to minimize any claims for which they are bonded.

In addition to this incentive, the surety company has a number of tools at its disposal, from taking collateral to replacing the work done by the Principal. These help the surety keep the dollar cost of losses down.

Esta diferencia en el tipo o modelo de negocio de las fianzas respecto a otro tipo de seguros como el de vida o de automóviles tiene su reflejo en el volumen de pérdidas que ocasiona...aproximadamente la mitad de la industria.

Ten Year Average Loss Ratio

| | |
|----------------------------|----|
| Personal auto..... | 75 |
| Homeowners..... | 71 |
| Commercial multi-peril.... | 61 |
| Liability..... | 69 |
| Commercial auto..... | 71 |
| Workers Comp..... | 79 |
| Surety & Fidelity..... | 30 |

Source: A.M. Best

Si esto es así, ¿porqué no todo el mundo está dedicándose a cobrar primas por seguros de fianzas cuando son los que menos riesgo ofrecen? Principalmente porque son el negocio más pequeño, como vemos en la siguiente tabla.

2015 Net Premiums Written (\$B)

| | |
|-----------------------------|-----|
| Personal auto..... | 200 |
| Homeowners..... | 83 |
| Commercial multi-peril..... | 74 |
| Liability..... | 64 |
| Commercial auto..... | 21 |
| Workers Comp..... | 48 |
| Surety & Fidelity..... | 6 |

Source: A.M. Best

Los grandes sueldos y *bonus*, los grandes reconocimientos y posibilidades de ascenso se producen en las grandes compañías y éstas están más preocupadas por donde la recompensa- en dólares- es mayor y por eso en este nicho la competencia es mucho menor. Su nicho es tan fragmentado que aunque su tamaño es ridículo, están ya dentro de los cien primeros del segmento. Triplicar el volumen de primas- algo perfectamente factible- les colocaría dentro de los 50 mayores y aún así seguirían siendo pequeños. Como Alex y Adam dicen, “prefieren ir donde no hay multitud”... una filosofía totalmente *value*.

Al ser un nicho con pérdidas muy bajas, lo lógico sería que las primas a cobrar también lo fueran, haciendo que la rentabilidad del negocio se resintiera. Pero no es así; básicamente los costes de distribución son elevados porque los agentes comercializadores requieren una comisión importante por su trabajo. Esta comisión puede ser el doble de la media en otras áreas de seguros. Esto es así porque el trabajo supone en líneas generales primas de muy bajas cantidades y mucho trabajo manual. Esto que podría parecer una desventaja, en realidad es lo contrario... este engorro de mucho trabajo manual para pequeñas cantidades *aparta a muchos competidores*, lo que es fenomenal. Y lo del trabajo manual en muchos tipos de *surety bonds* es algo **requerido**, no es capricho. En este “micro sistema”, las pérdidas son **aún menores que en el segmento surety en general**, pero es mucho menos atractivo porque un agente comercial prefiere un “35% en un bono de \$10.000 que un 35% en uno de \$100”. Boston Omaha, a través de *General Indemnity Group (GIG)* está encantada de quedarse con este nicho, con este micro sistema, ya que ellos están centrados en ser el proveedor más eficiente y barato dentro de este nicho.

Surety Insurance Economic Opportunity

| | |
|-----------------------------|---------------|
| Net written premium..... | \$ 1.00 |
| Commission..... | 0.35 |
| Loss ratio..... | 0.15 |
| Other costs..... | 0.10 |
| Economic income..... | \$0.40 |

Capital requirements:

Surplus (e.g. NWP to Surplus 1:1 to 2:1)

Note: Management's estimates of targeted insurance economics at scale

Al igual que en la otra división, el negocio como vemos es mucho mejor que tener los dólares en liquidez. Pero... hay una salvedad... ese ratio de pérdidas del 15% es la estimación dentro del nicho al que se dirigen- la mitad del de la industria que vimos antes. Y aún así, ese 15% es **quince veces mayor que el 1% de promedio que United Casualty and Surety Insurance Company ha tenido en sus 28 años de existencia**. Es por tanto más que razonable, pensar que el ratio de pérdidas que realmente obtengan sea inferior a dicho 15%. Nuevamente, un dólar gastado en la división de seguros de fianzas vale más... mucho más que quieto en liquidez. Y hay más de 200 posibles objetivos de compra dentro de su nicho. Pensemos que resulta en un beneficio neto de esta división del 15%...estaríamos pagando respecto a lo invertido hasta la fecha y las primas alcanzadas unas siete veces el beneficio generado. Cada dólar invertido *al menos vale otros cinco dólares*. Por hacer los cálculos sencillos, si los cien millones que teníamos en liquidez en el balance “valen” \$500 millones una vez invertidos- están en ello- y a mayores nos llevamos el resto del balance valorado a dos veces (otros \$100 millones), tendríamos un total valor empresa *muy, muy conservador* de \$600 millones. El doble de su cotización actual.

No quiero alargar el comentario mucho más ya que la otra división de *real estate* de momento es aún una rama de muy poca importancia, simplemente deciros que Boston Omaha **no vale el doble... vale bastante más de lo que el Sr. Mercado nos pide en estos momentos por ella**. Como resumen, creo que estamos ante una empresa con un equipo excepcional, totalmente volcado en los accionistas, con una visión bien clara de sus fortalezas y focalizados en nichos de negocio rentables. Una *compounder* a la que nos gustará ver crecer y apoyar en dicho crecimiento. Los años jugarán a su favor.

La última incorporación y como os decía al comienzo de esta sección: largamente esperada, es la empresa española **INDITEX**, de la que he escrito un par de artículos denominándola como la “mejor

empresa española” (personalmente la siguiente mejor es Ferrovial, por lo que ya las tenemos a las dos). En el primero de esos artículos- Septiembre – la empresa estaba cotizando a 32€ y escribía diciendo que no sabía *cuándo o si alguna vez* bajaría a niveles donde poder comprarla e incorporarla a vuestro navío. Desde entonces la cotización se cayó un 28.87% (para que digan de que los grandes vaivenes sólo suceden en las pequeñas empresas) y nos permitió comprarlas a 24,83€... por debajo de su valor intrínseco. En el caso de Inditex, la calidad de su negocio nos permite no exigir un gran margen de seguridad... en la tranquilidad de que Inditex es una *compounder* y por tanto su valor intrínseco irá creciendo a buen ritmo con el paso de los años. A veces el Sr. Mercado se asusta demasiado por un trimestre o por un año no tan boyante como tradicionalmente la empresa venía mostrando, pero eso no hace mella en la ventaja competitiva de la compañía.

En el mes hemos aprovechado también para deshacer la posición que restaba en **RiteAid** (las collejas han sido merecidas) y hemos incrementado algo más en **SWK Holdings**.

Varios

El nivel de liquidez actual- contando el REIT belga- ronda el 14% y estamos incrementándolo paso a paso. Contamos con unos 637 argonautas de toda España y unos 10.191.000 euros bajo gestión. Como os indicaba en la Carta del mes pasado, esos 191.000 euros ya no soportan una comisión de 1.60% sino que es de 1.40%.

Como podéis observar en el gráfico final, el valor intrínseco de la cartera se ha incrementado debido a las nuevas incorporaciones. El valor liquidativo del Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 65,94€, lo que supone que el margen de seguridad de nuestra cartera sigue representando la posibilidad de adquirir los activos del Argos a un precio muy atractivo.

Como todos los años, hemos celebrado nuestra Reunión Anual (o “Guateque para capitalistas”) y por eso os incluyo como anexo las preguntas que se me hicieron en la misma o las que me habían enviado por correo y que no tuvimos tiempo de contestar en directo. Espero que os resulten interesantes.

Como siempre agradeceremos nuevamente vuestra confianza y apoyo continuado.

PD: Cada cierto tiempo tendréis mi artículo en <http://www.fundspeople.com/gente/miguel-de-juan-57607/blog/> o en <https://www.finect.com/blogs-financieros/mdejuan/> o en <http://www.rankia.com/blog/a-bordo-del-argos>

Miguel de Juan Fernández
ARGOS CAPITAL FI
miguel.dejuan@hotmail.com
 +34 682 808 821



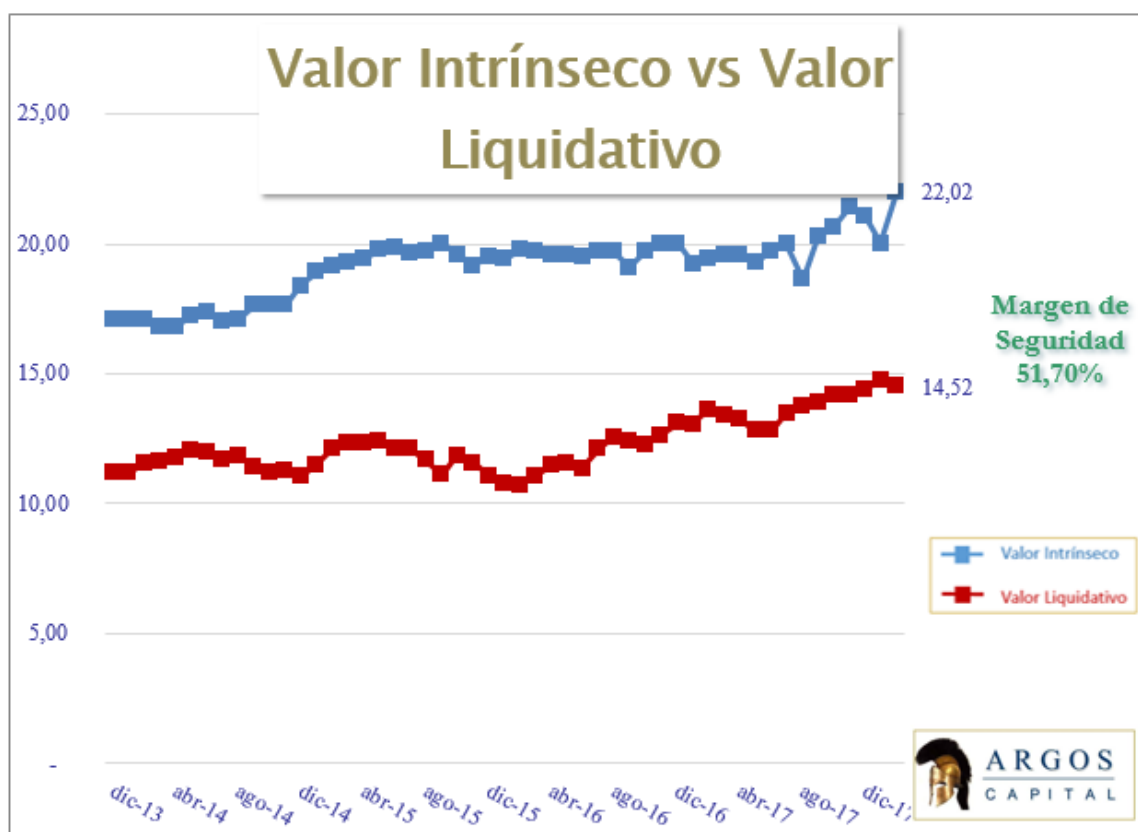
| | Ibex35 | Ibex35 con div | IGBM Total | S&P500 div | EuroStoxx50 div GR | ARGOS CAPITAL |
|------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|--------------------|---------------|
| Año 2011* | -14,43% | -9,08% | -10,14% | 2,10% | -14,77% | -10,00% |
| Real 2011 | -20,90% | -16,64% | -17,87% | -0,02% | -18,44% | -9,89% |
| Año 2012 | -4,66% | 2,78% | 5,01% | 16,00% | 19,57% | 9,14% |
| Año 2013 | 21,42% | 27,75% | 29,88% | 32,40% | 22,74% | 14,27% |
| Año 2014 | 3,66% | 8,62% | 9,08% | 13,69% | 4,93% | -1,73% |
| Año 2015 | -7,15% | -3,55% | -3,20% | 1,38% | 6,58% | 0,53% |
| Año 2016 | -2,01% | 2,60% | 2,74% | 11,96% | 0,77% | 18,10% |
| Año 2017 | 7,40% | 11,25% | 12,14% | 21,83% | 10,15% | 9,94% |
| Año 2018 | -2,03% | -1,61% | -0,94% | 1,83% | -3,94% | 0,82% |

| | | | | | | |
|-------------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|
| Anualizada* | -0,24% | 4,83% | 5,56% | 13,82% | 5,70% | 5,31% |
| Diferencia | 5,54% | 0,48% | -0,25% | -8,51% | -0,40% | |

* Incluye desde el 16-12-2010

Desde el 21-1-2011

| | | | | | | |
|------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Anualizada | -1,34% | 3,62% | 4,31% | 13,49% | 5,13% | 5,40% |
| Diferencia | 6,74% | 1,78% | 1,09% | -8,09% | 0,27% | |



ANEXO: Turno de preguntas de la 7ª Reunión Anual del Argos Capital FI

1) ¿Has pensado en renta fija para invertir? ¿Por qué no ves interesante invertir en bonos de empresa?

En el pasado hemos utilizado bonos- tanto gubernamentales como corporativos, incluso deuda distressed- y posiblemente volvamos a utilizarlos en el futuro. En el caso del Argos el que figuremos como fondo mixto es simplemente una cuestión de flexibilidad. De poder elegir el activo que más margen de seguridad nos ofrezca, independientemente de si es renta variable o renta fija... o liquidez. Al final es una cuestión exclusivamente de ponderar valor y precio e incluso el mismo Buffett ha comentado en más de una ocasión que cuando los bonos están más baratos que las acciones hay que invertir en los bonos. No es lo habitual y de hecho en el Argos seguramente el grueso principal de la cartera será, con casi absoluta seguridad, acciones... pero ello no es impedimento para invertir en bonos en algún momento determinado.

En estos momentos, el no tener bonos (de empresa o de emisores gubernamentales) es sólo porque estamos encontrando mucho más valor en las acciones. Nada más.

2) ¿Por qué está BME en la cartera?

La verdad es que BME es una de las empresas que merece la pena mantener mientras su modelo de negocio siga manteniéndose. A veces se piensa que los riesgos de la competencia sobre BME van a resultar en una debacle de la noche a la mañana de la compañía y que ésta, mientras eso sucede, se va a quedar sin poder hacer nada... ni siquiera intentar defenderse. Eso no es así. Sigue teniendo un modelo de bajísimos costes, enormes márgenes, el poco crecimiento lo va compensando ofreciendo nuevas herramientas o servicios... y mientras tanto nos ofrece una rentabilidad anualizada desde que la incorporamos hace siete años de casi el 15%... no es una mala rentabilidad en una empresa tremendamente saneada, la verdad.

3) La cartera está concentrada ¿No es mayor riesgo?

En teoría la concentración de la cartera debería significar una mayor volatilidad. Dado que la volatilidad no es lo que me preocupa- de hecho nos viene bien que exista- esa posibilidad no la contemplo. Pero además es que en líneas generales la volatilidad del Argos tampoco es especialmente elevada. Puede que sea por la liquidez que siempre tenemos en cartera- que obviamente reduce la volatilidad- o puede que sencillamente las empresas que incorporamos en la cartera resulten ser menos volátiles o que la correlación entre las mismas sea negativa (compensándose la volatilidad de unas con otras)... no lo sé porque no invierto pensando en la volatilidad.

Para mí el riesgo no es la volatilidad (ni para ningún value investor) sino no saber lo que estamos haciendo- invertir fuera del círculo de competencia- y pagar más por un activo de lo que vale- comprar sin margen de seguridad. En este sentido tener pocos títulos (actualmente tenemos 25) no es necesariamente más arriesgado.

4) ¿Sigues sin ver interesantes los bancos?

De momento si... sólo he visto un banco- no nacional- que pudiera interesarme... pero la verdad, habiendo otras alternativas más sencillas de analizar no siento obligación de comprar ningún banco.

5) ¿Comprar navieras?

Es un caso parecido pero diferente. Tenemos aún en cartera Norden y hemos tenido Teekay. El sector al contrario que los bancos, está en zona de mínimos- de ahí las dos posiciones en naviera que he comentado- pero ocurre igual que con las demás alternativas: no es una cuestión de sectores, es una cuestión de margen de seguridad. Si encuentro unas empresas en Reino Unido tremendamente baratas y sencillas... no necesito estar en el sector naviero. Recordad que no tenéis que tener todos los sectores. Al final se trata de encontrar billetes que valgan mucho más de lo que cuestan... da igual si son de 500 a 250 o si son de 50 a 25; no es importante el “donde”... lo único importante es que esté en nuestro círculo de competencia y que el valor sea significativamente superior al precio que nos pide el mercado.

6) Cuando buscas valor ¿no tienes en cuenta que puedas estar con mucho peso en un sector o un país?

Lo cierto es que no. A veces nos encontraremos con mucho peso en un sector o en un país determinado... pero no será algo buscado de forma premeditada sino simplemente por encontrar en dicho sector o país muchas oportunidades.

7) ¿No hay mineras en cartera?

Bueno en este momento aún tenemos dos relacionadas con el sector minería: ArcelorMittal y Ausdrill y las dos son de las que más pesan, por lo que la respuesta es que sí... tenemos mineras en cartera; pero insisto, no se compraron por ser mineras sino simplemente porque estaban muy, muy baratas. Tuvimos mayor suerte con el momento de entrar en ArcelorMittal, pero Ausdrill ha funcionado incluso mejor.

8) Las empresas que hay en la cartera de Reino Unido ¿su mercado es interior? ¿No puede ser que estén tan baratas por miedo a la salida del Reino Unido de la Unión Europea?

La mayoría de ellas sí porque son empresas muy pequeñas (salvando por ejemplo a SportsDirect), aunque DFS por ejemplo tiene algo en España y en Holanda. En gran parte el efecto o el temor a cómo les puede afectar el Brexit es lo que les ha llevado a cotizar tan baratas, pero no sólo. El que sean empresas muy pequeñas es un factor que “ayuda” a que no sean muy seguidas y que por tanto estén más “baratas” que si fueran seguidas por multitud de institucionales y en algún caso también, el momento actual puede llevar un

punto de incertidumbre. Eso en sí mismo es bueno ya que nos permite poder aprovechar dicha situación y comprar buenas empresas a precios realmente atractivos.

9) Amazon y Alibaba ¿son de crecimiento constante? Este tipo de empresas parecían caras el año pasado y han seguido subiendo ¿No compras ninguna de estas porque seguirán subiendo?

¡La verdad es que lo parecen! Bueno si supiera que van a seguir subiendo las compraría. El problema es el siguiente. Por un lado, y no sólo con estas dos sino con otras parecidas, sabemos que “no tenemos obligación “ de comprar nada y si encontramos billetes de cien a cincuenta ...da igual de qué color sean. En el asunto de la tecnología o en la ventaja competitiva de las empresas mi problema es que es difícil ver los problemas que les puedan surgir. En estos momentos se habla mucho del tema de la ventaja competitiva derivada del “efecto red”, que existe y es muy poderoso. La cuestión es que incluso esa ventaja puede ser eliminada; por varios factores pero el que más me preocupa es derivado precisamente de la velocidad del propio sector tecnológico. El VHS podía sentirse muy satisfecho tras haber desbancado al sistema Beta...su “efecto red” era descomunal... pero llegó otra nueva tecnología y esa ventaja competitiva desapareció de la noche a la mañana (como quien dice). Dado que la mayor parte de esas empresas son sólo “grandes ideas” que tienen poco coste de capital son “fácilmente” desplazables... tan sólo se necesita que llegue alguien que desarrolle otra forma de hacer las cosas, de resultar más atractivo y la financiación le llegará... Internet le ofrecerá la facilidad para acceder a un efecto red enorme y que podrá desplazar a las que ahora son dominantes.

No digo que vaya a pasar o que precisamente vaya a pasar con estas empresas... mi duda- y por lo que no quiero arriesgar el dinero de los argonautas- es si puede pasar. Creyendo que el propio sector tecnológico lo fomenta, prefiero dejar que otros inviertan en ellas. Eso no significa que no vaya a invertir nunca en ellas... pero tendré que tener las cosas más claras y posiblemente a un precio en el que no parezca que se cotiza un futuro perfecto para dichas empresas.

10) ¿El fondo aprovecha las fluctuaciones del mercado vender cuando parece que el mercado está alto y comprar cuando está barato?

Si... o al menos esa es la intención. No tanto pensando en el “mercado” en general sino pensando en cada empresa de forma única. A veces el mercado cae, pero la empresa que quiero comprar no... o viceversa. Pero en estas últimas semanas dado que habíamos hecho liquidez suficiente antes de estas caídas hemos aprovechado para ello.

11) ¿No hay tecnológicas ni farmacéuticas en la cartera?

No, no tenemos acciones de tecnológicas- en el sentido de empresas de software o similares- aunque sí hemos tenido empresas relacionadas con la tecnología como pueden ser Indra Sistemas, Corning o Garmin. Farmacéuticas o salud en general, pasa otro tanto de lo mismo: están- en líneas generales- fuera de mi círculo de competencia, por lo que mientras encuentre alternativas dentro de mi círculo, pueda valorarlas y estimar que cuento con suficiente margen de seguridad no veo la necesidad de tenerlas en cartera.

12) En los últimos tiempos han entrado bastantes argonautas nuevos, ¿qué les recomendarías?

Lo primero, agradecerles su confianza desde luego. Pero como consejo les diría que traten de leer todas las Cartas mensuales del Argos... no sólo a partir de ahora, que obviamente también, sino desde el inicio. La inmensa mayoría de los argonautas se ponen en contacto conmigo y yo aprovecho para explicarles ciertas características del Argos y a la vez les envío todas las Cartas desde el inicio. Aunque no son deberes, creo que es conveniente que poco a poco ya que reconozco que son muchas cartas y largas- puedan ir leyéndolas para conocer cómo es el Argos, cómo soy yo y cómo hemos llegado hasta este momento. Conocer eso es lo que les puede traer calma y confianza cuando las cosas no vayan viento en popa... que pasará.

13) ¿Crees que esta corrección de las últimas semanas ha acabado o piensas que va a seguir y hasta qué nivel?

Bueno, como sabéis yo no tengo opinión sobre qué va a hacer el mercado en el corto plazo. Desde hace tiempo vengo insistiendo a los argonautas de que las cosas no están claras y que mantengan la prudencia... hasta ahora nos ha ido bien así (estamos batiendo al mercado con dividendos brutos desde el inicio real).

La variable principal para “estimar” si la valoración del mercado es cara, barata o mediopensionista son los tipos de interés. Si los tipos de interés se mantienen así de bajos otros diez años, los mercados en general no estarían caros. Sabéis, sin embargo, que desde hace años pienso que los tipos de interés deberían estar más arriba y que sin saber cuándo empezarían a subir (ya han empezado) no quería quedarme atrapado en una situación de complacencia con los tipos. Pienso que aunque esta ligera corrección pueda revertirse y terminar 2018 en positivo, llegará un momento- sea ahora o sea en 2019 o cuando sea- en que tendremos una recesión y una caída del mercado. Aún no vivimos en un mundo sin crisis... y el ser humano sigue siendo el mismo que hace unos años pensaba que nunca podrían caer los precios de los pisos hasta que descubrió que sí... que lo hacían y además podían caer mucho.

Cuidado con la confianza en el consenso. Cuidado con la confianza en que los bancos centrales sean todopoderosos, no lo son e incluso ellos pueden encontrarse con efectos colaterales que no habían contemplado o a los que le habían otorgado una probabilidad muy inferior a la que finalmente puedan tener. En esa situación, si por el motivo que sea, los mercados se levantan descubriendo que algo con lo que no contaban está sucediendo la reacción puede ser bastante dolorosa. El año pasado cuando uno de los asistentes a la Reunión Anual al explicar que en su opinión los mercados “tenían” que seguir subiendo “porque a los inversores no les queda otro remedio” le respondí que precisamente ése era el problema: cuando tengan “otro remedio” se saldrán de donde no pertenecen: la bolsa... y entonces la caída puede ser importante.

En resumen, no sé si seguirá cayendo en los próximos meses... si lo hace estaremos preparados en el Argos para aprovechar las oportunidades que el mercado nos lance. Pero aviso a los argonautas y a los demás inversores: no confíen en que la caída vaya a ser fuerte pero rápida... no tiene porqué... y aguantar un par de años de recortes supone una

fortaleza de carácter difícil de implementar. De ahí que sea tan importante que sepan lo que su “asesor” en este caso está haciendo con su patrimonio dentro del Argos.

14) Parece que los tipos de interés empiezan a subir...¿cómo nos puede afectar como inversores?

Como decía en la pregunta anterior, los tipos de interés es la variable fundamental. Al igual que la gravedad en el Universo ejerce su poder en cualquier punto del mismo (en unos casos se nota perfectamente, en otros- muy alejados de todo lo demás- es muy tenue... pero existe y está activa) los tipos de interés son la fuerza que ejerce su poder sobre todos los tipos de activos. Algunos como los bonos se ven afectados de una forma más poderosa que otros como la bolsa.

*En este caso, subidas de tipos de interés implica **per se** una menor valoración de cada activo. Las acciones tienen la capacidad de luchar contra esas subidas pero los bonos no... su actitud- por tipo de producto- es totalmente pasiva. Respecto a las acciones esa menor valoración implicaría que a igualdad de beneficios estimados, o bien el precio baja o bien sube el apetito por cada euro de beneficio (es decir o baja el precio para el mismo PER o sube el PER para mantener el precio). No es descartable que el apetito de los inversores por ese euro de beneficio suba... pero dudo que sea eso lo que termine pasando cuando otras alternativas empiezan a pagar más de lo que pagaban antes. Si el apetito se mantiene, el precio caerá. Si el apetito se reduce... el precio caerá aún más.*

15) ¿Consideras que es mejor una empresa pequeña, incluso muy pequeña, que otra empresa más grande? ¿No es más arriesgado?

El Argos no tiene un sesgo hacia ningún tipo de capitalización, afortunadamente podemos invertir en cualquier tamaño de empresa. De hecho aunque las últimas que hemos incorporado a la cartera son empresas pequeñas- e incluso muy pequeñas- también tenemos desde hace tiempo empresas muy grandes y gigantescas. Lo único que me preocupa es que el precio que pagamos sea inferior al valor que recibimos... independientemente del tamaño de la empresa.

Es cierto que en una empresa pequeña podemos tener el inconveniente de su liquidez, de la cantidad de acciones que se pueden negociar diariamente. Para ello contamos con la ventaja de la liquidez, que nos permite que si un inversor desea salirse del Argos tener disponible ese patrimonio en liquidez y no vernos forzados a deshacer una posición pequeña a marchas forzadas. Además, todas esas empresas tenemos la intención de mantenerlas en cartera varios años por lo que, previsiblemente, su liquidez irá creciendo y en caso de deshacer la posición podremos hacerlo de forma gradual.

16) Si Berkshire es tan grande y, como Buffett ha dicho, ya no va a ser capaz de crecer a los ritmos de hace años...¿porqué la tienes como mayor posición en estos momentos?

Sencillamente porque su valor intrínseco es muy superior al precio que hemos pagado. De hecho la volatilidad de las últimas semanas nos ha permitido comprar otra acción más (Clase A) a un precio muy, muy barato.

Ciertamente Berkshire Hathaway no va a crecer a ritmos del 20% en el futuro... es muy grande para esperar ese tipo de crecimientos; sin embargo nuestra rentabilidad dependerá- como siempre- del precio que paguemos por el valor de la empresa. Para haceros una idea, la posición que tenemos nos está generando una rentabilidad anual de casi el 20%... la única forma de lograrlo es comprar a buen precio.

Sucede lo mismo con una inversión en un bono; imaginad que un bono nos paga un cupón anual del 7% en los próximos diez años y a vencimiento nos devuelve lo invertido. Si compramos en la emisión y mantenemos hasta el final, nuestra rentabilidad antes de impuestos será ese 7% anual. Sin embargo el precio del bono fluctúa... unas veces encima del nominal otras por debajo... comprar por debajo de su valor nominal nos permite incrementar la rentabilidad final de nuestra inversión. En el caso de una acción- Berkshire Hathaway en este caso- contamos con la ventaja de que “a vencimiento” no nos devolverá el precio nominal de la “emisión” sino que habrá seguido creciendo (de hecho en el caso de BRK no hay cupón anual ya que no paga dividendo)... eso también incrementará nuestra rentabilidad anual. Incluso aunque el bono no crezca podemos ganar más de lo que irá ganando. De ahí la importancia del margen de seguridad como expliqué en el capítulo sobre compounders en el libro “El Inversor Español Inteligente”.

17) En las Cartas comentas siempre que seamos prudentes que las cosas siguen complicadas...¿merece la pena seguir comprando acciones?

Si... son cosas complementarias, no opuestas. Siempre hemos de invertir con prudencia y no dejarnos llevar por los cantos de sirena del consenso. Pero no se trata de comprar acciones porque sí... sino exclusivamente aquellas que estén en nuestro círculo de competencia y en las que tengamos suficiente margen de seguridad.

18) ¿Sigues viendo potencial en Hermle y en Thermador Groupe?

Totalmente, son dos empresas compounders que siguen haciendo las cosas estupendamente. Si el pasado ha sido estupendo en ambas, el futuro será incluso mejor.

19) ¿Piensas que sería mejor estar cien por cien invertido en vez de tener liquidez?

Personalmente (no soy el único: Buffett, Klarman, Leithner y otros muchos) pienso que no. El Argos no recibe liquidez diariamente- no somos tan populares como para tener nuevas entradas de dinero de forma diaria o semanal- por lo que debemos tener presentes los riesgos de vernos constreñidos por una puntual falta de liquidez. Prefiero tenerla que no echarla en falta. Por otro lado, aunque en teoría supone un lastre cuando los mercados suben el tener la cartera muy concentrada nos ha venido ayudando a no quedarnos rezagados a lo largo del tiempo, de ahí que estemos por encima del mercado.

20) ¿Qué es lo que te gusta tanto de Cal-Maine... o ya puestos también de Sanderson Farms?

Bueno, son dos empresas excelentes, de un modelo de negocio muy sencillo de analizar, en un sector donde la tecnología apoya en vez de suponer un problema- la gente seguirá consumiendo huevos o carne de pollo en el futuro-, bien gestionadas y que de cuando en

cuando podemos incrementar la posición porque el mercado se centra en algún mal resultado de corto plazo. A largo plazo ambas seguirán ganando más y más dinero... y los argonautas se beneficiarán de ello.

21) Si los mercados en general están caros o relativamente caros, ¿cómo es posible que existan empresas que no lo están? ¿No deberían estarlo también?

Es la ventaja de la bolsa. No siempre van todos sincronizados. Los mercados- vistos en general- pueden estar relativamente caros y algunas empresas extraordinariamente caras, pero eso no impide que haya otras, menos seguidas, con algún problema puntual que el mercado extrapola al futuro como si fuera un problema estructural, que permite encontrar discrepancias entre el valor intrínseco y el precio de cotización. Es en esos momentos cuando el value investing aporta el marco conceptual para poder aprovechar dichas discrepancias.

22 ¿Qué libro recomendarías sobre inversión o value investing? ¿Y sobre cualquier otro tema?

*Aparte de los míos siempre los de Buffett y Graham. Pero saliéndome de ellos os recomendaría (aunque están en inglés) los tres libros de Chris Leithner: **The intelligent Australian investor**, **The evil princes of Martin Place** y el último **The Bourgeois Manifesto**. Son realmente excepcionales tanto sobre economía austríaca, sobre política, historia, religión e inversión y como todo ello va de la mano. Realmente excepcionales.*

Aprovecho también para recomendaros un libro excepcional que como españoles deberíamos leer todos: Imperiofobia y la Leyenda Negra de M^a Elvira Roca Barea. Repito: excepcional.

23) Ahora parece que se pone de moda invertir en Japón, que parece que es un mercado muy, muy barato...¿qué opinas al respecto?

Lo es, aunque el Argos lleva invirtiendo en Japón desde el inicio en 2011... en concreto aún tenemos una posición en Japón: Nippon Antenna que está funcionando muy bien (TAE en euros superior al 21%). Sin embargo, no tenemos obligación de invertir en Japón- que tiene también sus inconvenientes- si encontramos otras empresas estupendas y baratas en Reino Unido no veo la necesidad de ir a buscarlas en Japón. Al final, en el Argos es una cuestión siempre de empresa a empresa.

24) En muchas ocasiones hemos hablado sobre el tema de la comparativa con índices – sobre cuál es mejor o más lógico- y sobre el tema de que incluyan los dividendos netos o brutos... ¿puedes razonar de nuevo tu planteamiento?

El tema del dividendo neto o bruto lo he comentado en otras ocasiones; en mi caso- aunque en la comparativa nos perjudica- sólo es la intención de ofrecer a los argonautas la comparativa que, creo, Buffett ofrecería. Tanto él como Munger, Klarman, Graham en su día, Pabrai, Leithner, Spier, Berkowitz y otros muchos inversores extranjeros se comparan contra el índice con dividendos brutos. Yo no quiero ofrecer a los argonautas menos que eso. Quizás pase el tiempo y no consiga batirlo... pero no quiero darles menos. Los argonautas no merecen menos.

Respecto al índice en cuestión, a Robert Vinall de RV Capital le ha pasado lo mismo, el asunto se reduce a cómo veo el índice y para qué. Dado que no voy a seguir ningún índice no necesito que el índice se asemeje a mi cartera- para eso siempre mejor usar como “índice” mi cartera sin gastos... lo que obviamente impide batirse, pero sería el más ajustado a la cartera en cada momento. Pero es una tontería.

Mi planteamiento- siguiendo nuevamente a Buffett y lo que él comentaba a sus inversores en el partnership- es que he de tratar de hacerlo mejor de lo que uno de mis inversores promedio puede hacer por defecto. Todos sabemos que el inversor medio ni siquiera consigue la rentabilidad media del fondo donde está invertido, ya que suele entrar y salir en los peores momentos... pero presupongo, igual que Buffett, que lo que dicho inversor promedio tiene a mano es la rentabilidad del mercado... y en el caso de los españoles su mercado base es el Ibex35. Ni siquiera el IGBM. De ahí que, aunque indico la evolución de otros índices, el que tengo de referencia cuando me comparo es el Ibex35 con dividendos brutos. No es un índice fácil de batir ya que a largo plazo su rentabilidad volverá a ser la histórica (entre el 8-11% anual), por lo que no se seleccionó pensando en que fuera más fácil de batirlo que otro índice de bolsa.

Curiosamente estas “pegas” sobre la selección del índice surgen al batirlo, pero cuando el índice nos estaba ganando- y no lo escondía- nadie se planteaba si era un buen índice. Cosas que pasan. Lo importante es que los argonautas lo entiendan y sepan que esto se estableció al comienzo del Argos y que no se ha hecho a posteriori.

25) ¿Crees que debemos hacer caso omiso a las trampas de nuestro cerebro, a ese círculo de competencia que nos encorseta y tener un pensamiento algo más contraintuitivo aunque sin llegar a perder la sensatez?

En realidad el círculo de competencia “no nos encorseta”. Al menos no lo veo así (es como cuando dicen que creer en la existencia de Dios nos hace menos hombres y que sólo debemos usar la razón o pensar en el Hombre como sólo materia). Al revés... el círculo de competencia es lo que nos permite saber que lo que estamos valorando es algo donde vamos pisando suelo firme y no arenas movedizas. No implica que no podamos perder dinero, pero estar dentro del círculo de competencia implica que lo que “entendemos” de la empresa al analizarla... es “correcto” y no mera elucubración.

Evidentemente el cerebro puede forzarnos a errores que no deberíamos cometer, pero no veo que sea un problema de nuestro respectivo círculo de competencia, sino posiblemente más de salirnos de él o, más a menudo, por estar en el borde del círculo y no darnos cuenta de ello. Por otro lado el tema de tener un pensamiento contraintuitivo es consustancial al value investing, de ahí el sesgo contrarían que solemos tener de comprar lo que casi nadie quiere o en palabras de Buffett: “Ser temerosos cuando los demás son codiciosos y codiciosos cuando los demás son temerosos”.

26) ¿Encajarían las empresas “tecnológicas” con cada vez más aplicaciones al mundo tangible y a nuestro día a día como inversiones en valor pese a los elevados múltiplos a los que cotizan (debido a beneficios deprimidos por el ciclo de inversión y la dificultad de activar ciertos gastos)? En este sentido, cabe mencionar que la contabilidad es una práctica creada en un tiempo anterior al actual y no está diseñada ni preparada para reflejar el valor de las empresas de esta época.

Cualquier empresa, de cualquier sector, encaja en el mundo de la inversión en valor. No es una cuestión de sectores sino de poder estimar un valor intrínseco. El problema de las estimaciones es que son subjetivas y como tal podemos hacer lo que nos parezca razonable que la hoja de cálculo nos ofrecerá una cifra... y podremos ajustar dichas estimaciones para que la cifra sea favorable a nuestros intereses. Por tanto no es un problema de que seamos capaces de encontrar una cifra que nos muestre que vale mucho más que el precio que el mercado pide por esa determinada empresa. Tampoco es un problema de múltiples “caros” entendido como PER a niveles de veinte veces o superior... el PER realmente da muy poca información y hay que saber cuándo tiene relevancia y cuando no. El problema de la tecnología es inherente a sí misma... lo que la hace tan atractiva es precisamente lo que la hace tan complicada de analizar.

Como inversores debemos saber que el valor de un activo reside en el futuro. Ese futuro puede ser porque liquidemos la empresa. Puede ser que nos sea suficiente calcular cuanto efectivo tiene en tesorería o puede que necesitemos estimar lo que esa empresa generará en los próximos diez años. Mientras hay sectores donde esas estimaciones tienen menos “variaciones” y donde su futuro más o menos se parecerá al pasado, en el sector tecnológico esto no sucede así. Es posible que las empresas que ahora dominan el sector sean desplazadas por nuevas empresas en un futuro más o menos lejano... y salvo que seamos adivinos y sepamos cuál es la nueva tecnología que desplazará a la actual y cómo y a través de qué empresas, conocer con cierto grado de tranquilidad cuáles serán los flujos de caja de las empresas tecnológicas actuales se torna más complicado.

No significa que dude de quien dice que esta o aquella empresa seguirá siendo líder -y con mayor peso aún- en los próximos diez años. Yo también soy capaz de ver que hay que empresas que, ahora mismo, están dominando y de qué forma su sector e incluso dañando otros más tradicionales. El problema no es ver lo que ahora mismo está en tendencia creciente... el problema, que prefiero ver desde fuera mientras tenga alternativas, es que no veo al “león que está escondido entre la maleza”, esperando para saltar y que aún está agazapado.

Es cierto que la contabilidad se creó en otra época... pero la contabilidad no nos indica que las “mercaderías” deban ser unas u otras. Quiero decir que, con sus límites, inconvenientes y pegas, la contabilidad es un “lenguaje” para escribir las “ideas” o conceptos que afectan a las empresas. Es cierto que hay múltiples formas de ver esas ideas... que alguna empresa puede contabilizarlas de una determinada forma y otras de otra muy distinta... pero creo que con todo, la contabilidad permite indagar en esas ideas y poder leerlas y entender el negocio de la empresa en cuestión. Que, al final, es lo principal.