



ARGOS CAPITAL FI

CARTA A LOS ARGONAUTAS- JULIO 2018

Varillas, 6-2º 24003 León

miguel.dejuan@hotmail.com

León a 1 de Julio 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 30 de Junio de 2018 su valor liquidativo era de 14,149573€, lo que representa una ganancia del +41,50% sobre el valor inicial y un -1,72% en lo que va de año. El mes de Junio ha visto diferentes vaivenes- ¿curioso, verdad?- en los mercados, llevando al Ibex35 con dividendos brutos a caer y finalmente recuperar algo hasta el -2% en el año; el comportamiento del Argos ha sido negativo en el mes con un peor comportamiento que el mercado. 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 30-06-2018	-3.87%	+39.82%	+46.33%	+156.24%	+53.42%	+41.50%

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 30-06-2018	96.127,99	139.817,17	146.331,40	256.242,49	153.418,99	141.495,73

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

“El segundo asunto es que cuando hablas de equipos es que esto no es realmente un equipo deportivo. Invertir trata de tener convicciones y actuar sobre ellas. En general, cuando tienes varias personas involucradas uno de los problemas a tratar es el círculo de competencia. Cada persona tiene su propio círculo de competencia.

*Por lo que tiendes a tener conflictos o frustración entre los miembros del equipo, donde A puede estar convencido de que algo es realmente bueno basándose en su experiencia pasada de cómo funciona el mundo y B puede no verlo de esa forma. Por lo que creo que llegas al punto en que si A y B gestionaran sus propias carteras y tomaran sus propias decisiones y continuaran desde ahí estarían mucho mejor. **El otro problema es que cuando tienes un equipo hay un impulso a la acción. En general, ser activo con tu cartera suele hacer más mal que bien. Yo creo que las mejores carteras son aquellas en las que la rotación es más baja. Mientras añades más miembros al equipo vas a tener más gente con nuevas ideas y en general tendrás que tomar más decisiones a tu alrededor. Y así y por otras razones tiene más sentido no operar en equipo. En Pabrai Funds estoy gestionando más de \$800 millones y no tengo realmente ningún problema. No creo que los tuviera si gestionara \$5.000 millones”***

Mohnish Pabrai (negritas mías)

Mohnish Pabrai's Advice for Value Investors- SumZero June 30, 2018

*“Las grandes posiciones ocupadas por los más rentables del corto plazo- con sus abultadas capitalizaciones bursátiles- significan que según los ETFs atraen capital tienen que comprar mayores cantidades de esas acciones, insuflando más combustible para su subida. **Por tanto, en el actual ciclo alcista las acciones sobreponderadas, líquidas y de gran capitalización se han beneficiado de la compra forzada de vehículos de inversión pasiva, que no tienen la opción de refrenarse en comprar una acción sólo porque esté sobrepreciada.***

Como las acciones tecnológicas en el 2000, esta aparente máquina de movimiento perpetuo es improbable que funcione para siempre. Si los fondos alguna vez salen de las acciones y por ello de los ETFs lo que ha sido comprado desproporcionadamente será vendido desproporcionadamente. No está claro dónde encontrarán compradores los fondos índice o los ETFs para sus sobreponderadas y altamente deseadas posiciones si deben vender en una caída del mercado.”

Howard Marks Memo- Investing without people- June 18, 2018

“Así, Peter [se refiere a Peter Boockvar, nota mía] opina que el actual ciclo guiado por el crédito de la Fed está por encima del tradicional ciclo empresarial. Dado que la deuda supone tanto crecimiento del PIB, su coste (los tipos de interés) es la variable principal para definir dónde estamos a lo largo del ciclo. La Fed controla ese coste- o al menos lo intenta- por lo que todos nos obsesionamos con la política de tipos de la Fed. Y con razón.

Entre otros efectos, la deuda dispara los precios de los activos. De ahí que las acciones y los inmuebles lo hayan hecho tan bien. Pero con los tipos ahora subiendo y la Fed descargándose de activos esos mismos precios son altamente vulnerables. El valor de un activo es lo que alguien está dispuesto a pagar por él. Si los costes financieros suben y los compradores están faltos de efectivo, el precio del activo debe caer. Y caerá. El consenso en mi cena en Nueva York era recesión en la segunda mitad de 2019. Peter espera que antes, en el primer trimestre de 2019. Si eso es cierto, los fuegos artificiales en los mercados no están lejos.

El ratio Deuda/PIB podría subir aún más aunque no creo que mucho más. Cuando caiga los prestamistas (incluyendo los inversores en fondos de renta fija y ETFs) querrán vender. Y entonces viene la parte complicada ¿a quién?

John Mauldin- Thoughts from the Frontline- May 11, 2018

“Un artículo reciente del Wall Street Journal escrito por Colin Barr muestra que, históricamente, ha sido prudente para los inversores mantenerse alejados de la compañía más valiosa de Estados Unidos. La compañía cotizada en el S&P500 con el mayor valor de capitalización ha permanecido rezagada tras el índice en los últimos 45 años, acumulando un déficit de más de 8000 puntos porcentuales de acuerdo a los datos recogidos por Ned Davis Research Inc.

Eso significa que la decisión de comprar la acción más popular americana – que en tiempos ha sido AT&T Inc, Alphabet Inc, Cisco Systems Inc, Exxon Mobil Inc, Altria Group Inc, General Electric, IBM, Microsoft Corp, o Wall Mart Stores Inc- ha costado, casi invariablemente, a los inversores sumas muy significativas. Algunas de esas firmas continúan siendo excelentes como empresas y otras comienzan a enfriarse. Pero la rentabilidad es sólo parte de la historia.

*Más probablemente, la gran diferencia (una ganancia acumulada de 8.773% del S&P500 total return frente al 700% del grupo de acciones más grandes) apunta a los límites de los retornos futuros en inversiones que ya se han apreciado significativamente (lo que, por definición, ya han hecho las acciones de las compañías más grandes). **El momentum es una cosa poderosa, pero eventualmente la ley de los grandes números volverá a funcionar contra ti.**”*

Boyar Value Group- October,31 2017

“De acuerdo a un estudio de 2017 de la Reserva Federal, el 44% de los americanos no son capaces de cubrir un gasto inesperado de \$400 sin pedir prestado o vender algo. Sí, casi la mitad del país no puede disponer de \$400 en efectivo en una emergencia. Eso es alucinante. El menor problema- un dolor de muelas, un pequeño problema de automóvil- les llevará a endeudarse o a verse forzados a vender algo.”

John Mauldin- The Five People Shaping My Worldview- February 18, 2018

A lo largo del mes de Junio los mercados han seguido manteniendo un nivel alto de volatilidad, con subidas y bajadas continuas. En sí mismo... eso es lo normal y lo que debemos esperar del mercado en especial en sus movimientos a corto plazo. El Argos, por el contrario, ha tenido un comportamiento muy diferente- a peor en el mes- y se ha reducido el valor liquidativo.

El motivo principal de dicha evolución en el mes ha sido el recorte de algunas posiciones, en concreto el recorte de dos de nuestras posiciones: Ausdrill y Cal-Maine que en sendos días tuvieron una caída importante. Como os comenté a los argonautas en el caso de Ausdrill en realidad dichos recortes no afectan en sí al valor intrínseco de la compañía- y en el caso de Cal-Maine es lo mismo- sino que se debieron principalmente a ventas forzadas por parte de algún institucional. Respecto a Ausdrill, además, se vio reforzado por un par de contratos a los que se redujo la duración.

Esto último- el que una compañía tenga acuerdos que finalmente no se cierran o que finalmente las condiciones se reestablecen de forma perjudicial para la misma o por el estilo- es el *día a día de cualquier negocio*. Aunque parezca mentira a veces da la sensación de que los mercados piensan o creen que una empresa SIEMPRE ha de conducir sus negocios, proyectos y conflictos de forma favorable... y si hay cambios parece que han de ser siempre favorables. Esto no es entender el mundo empresarial.

Las empresas son unas entidades donde trabajan personas, donde existen fallos, donde hay cosas que salen mal, donde hay maquinarias que se averían y pueden trastocar los planteamientos de un trimestre o incluso de uno o dos años... pero también son entidades donde esas mismas personas son capaces de ir ajustándose y adaptándose a los cambios y si la empresa tiene un buen modelo de negocio y está bien gestionada, su valor a largo plazo sólo se incrementará no al revés. Y es en esas situaciones que el mercado opina sólo sobre los sucesos del *hoy* y se olvida de los sucesos *futuros* (y

con futuros, no me refiero a los próximos tres meses ni tres años), cuando nos merece la pena primero mantener la calma y en segundo lugar aprovecharnos de ello.

Hablaremos de ello en la parte de operaciones del mes.

La cita de Mohnish Pabrai creo que es significativa. Ayer estuve en Madrid charlando con un par de argonautas- y por tanto amigos- y salió el tema respecto a la ventaja de los equipos en el mundo de la inversión. (Hoy me han comentado en el foro +Dividendos- ¡un abrazo a todos!- que soy una especie de “lobo solitario”... aunque somos varios más, claro; sólo que la manada de lobos solitarios está repartida en diferentes fondos)

En líneas generales se tiende a pensar que “varios es mejor que uno”... que se lo digan a Buffett, Munger Schloss durante muchos años, o el propio Pabrai. Aunque en España es cierto que es más habitual ver “equipos” de dos o tres personas, tampoco es tan raro ver esos lobos solitarios. Ambas opciones tienen sus ventajas y desventajas, pero al igual que con el tema de la educación diferenciada o no (¿qué es “mejor: Niños y niñas juntos o por separado?... conozco personas que estudiaron juntas y otros que estudiamos por separado... y no creo que uno de los dos sistemas SEA mejor *per se*; ambos tienen ventajas y desventajas) no es posible dictar dogma de fe sobre cuál es mejor. La cita de Pabrai va en la línea de explicar porqué para él es bueno ser uno solo.

Es cierto que varias cabezas pensantes pueden traer más posibilidades de inversión, la cuestión al final es que siempre hay que seleccionar una... no puedes tenerlas todas (ni sería lógico). Y mientras que el ritmo de generación de ideas entre varios es mayor que si es uno sólo; os lo garantizo, porque aunque estoy “solo” en el Argos, a través de la red de amigos me llegan múltiples posibilidades de empresas a mirar y analizar... y no da tiempo el día y sus 24 horas a analizarlas todas... incluso en esa situación de muchas cabezas pensantes aportando ideas, la labor final del inversor (con su propio patrimonio o el de los demás) sigue siendo cribar... y en ello es imprescindible ceñirte a tu propio círculo de competencia.

Por otra parte esa misma situación aboca, como indica Pabrai, a una actitud proactiva... a invertir. Cuando eres tú solo, esa acuciante necesidad no existe (o no debería en un inversor *value*). Vas a tu propio ritmo buscando y analizando una empresa cada vez. Sí es cierto que en ocasiones te encuentras en la situación – nos ha pasado este mes, por ejemplo- en que mientras estás analizando y estudiando una empresa en concreto, de pronto salta otra en el radar y... el margen de seguridad es tan evidente que apartas o dejas de lado momentáneamente la otra y tomas una decisión más rápida sobre esta segunda. No es algo tan raro. Es curioso pero no extraño. A veces da una cierta sensación de frustración: parece que te has atascado en el análisis y comprensión de una empresa determinada, sigues adelante porque te gusta lo que estás viendo... pero la decisión aún no está tomada, aún necesitas seguir estudiando más. Y de pronto surge otra nueva empresa donde la decisión es tan obvia que casi parece que te está gritando que la compres... en fin, estas cosas pasan y simplemente hay que aprovecharlas. No es una pérdida de tiempo el que pasas mirando la otra simplemente porque sobre otra empresa hayas decidido mucho más rápido que encaja en lo que estás buscando y te ofrece el margen de seguridad que precisas.

La última reflexión que querría hacer respecto a la cita de Pabrai es su comentario sobre lo cómodo que se ve gestionando un volumen de \$800 millones y que pensaría lo mismo si fueran \$5.000 millones. Es cierto que el volumen puede ser un problema, de ahí que muchos inversores se planteen el cierre futuro de sus vehículos; pero también es cierto que la ventaja del *value investing* como Warren Buffett ha demostrado a lo largo de más de sesenta años y con cada vez mayores volúmenes

bajo gestión, es que el método o si lo preferís el modelo conceptual de inversión que supone el *value investing* funciona también para muy, muy grandes cantidades. Aunque sea uno sólo. De hecho en su día he comentado que en el caso hipotético de que el vehículo fuera muy grande y quisiéramos mantener una estrategia concentrada, he explicado que Buffett ya nos ha mostrado el camino para poder conjugar ambas situaciones. Es lo bueno de tener a alguien como Buffett que ha ido siempre mostrando o abriendo el camino desde hace tanto tiempo y con la generosidad de explicarlo sin tapujos.

Las demás citas sobre lo complicado que pueden ponerse las cosas cuando llegue una recesión- que, recordad: llegará... aún no vivimos en el Jardín del Edén antes de la Caída del Hombre cuando no había crisis- no sólo para la familia media (ese 44% de americanos y seguro que parecido o peor en el caso Español que no pueden afrontar un gasto extraordinario con efectivo en sus cuentas) sino también para el resto de los inversores ya que cuando muchos quieran deshacerse de sus activos... les será complicado encontrar compradores. Al menos al precio al que a aquellos les gustaría. Vendrán el llanto y el crujir de dientes por no tener liquidez antes de que ocurra. Como podéis ver, en el Argos tenemos- entre el REIT belga y la liquidez pura- un 17% de la cartera y dada nuestra flexibilidad es posible que, salvo encontrar nuevas alternativas, ese porcentaje se incremente... ¡Dios dirá! En cualquier caso, estas “advertencias” en realidad no debería impedirnos, como inversores, el aprovechar las posibilidades u oportunidades que nos ofrezca el mercado.

Recordad también que no hay forma de saber cuándo ocurrirá ese evento que nos ponga los pelos de punta (me refiero a los de la cabeza, claro... que a algunos ya os veo sonriendo picaronamente). Pero que no sepamos cuándo no significa que no sepamos que no ocurrirá... y en ese sentido nos vendría bien recordar la parábola de las vírgenes prudentes que tenían aceite en sus lámparas para cuando llegara el Señor o como a veces ha comentado Buffett, que Noé no comenzó a construir el Arca cuando caían las primeras gotas del Diluvio sino mucho antes.

En relación a la cita de Boyar Value Group referente al “momentum”... sí es cierto que dicho momentum es muy poderoso y atrayente. Estar invertido en la empresa que más está creciendo su cotización “ahora” es realmente sugerente... estás en la ola, dominando al resto porque el mercado está reconociendo la bondad de la inversión que has realizado, cada día que sube es un punto a favor del autoconvencimiento de que en realidad no perteneces a la simple raza de los mortales sino que tu lugar está entre los dioses o, si os gusta Tolkien y su mitología, en Valinor compartiendo la Tierra Impecedera con los Valar y los Altos Elfos... sí, eres un genio; lo sabes y el resto del mundo ahora se da cuenta de tu valía... ¿la prueba? Tu acción X está subiendo. ¿Para qué quieres más pruebas?

Y sin embargo nos olvidamos siempre de las lecciones dolorosas que los grandes- los auténticos grandes de la inversión- nos enseñan. Cuando Warren Buffett invirtió en las acciones de *The Washington Post* en los años 70 porque en una estimación prudente valía \$400 millones y el mercado las ofrecía a sólo \$80 millones... nos olvidamos que después de empezar a comprar a ese valor de ochenta millones de dólares cayeron hasta valer el equivalente a sólo 40 millones de dólares. Prudencia y paciencia, convicción y ... a mantener la calma cuando el mercado no reconoce lo listos que somos. No tiene porqué hacerlo, no le importamos lo más mínimo... pero es muy posible, incluso muy probable que, antes de darnos una gran palmada en los hombros de admiración y reconocimiento, nos de una buena sarta de bofetadas.

No os desaniméis si las empresas que estáis/estamos comprando ahora no son las deseadas por el mercado... si hemos hecho nuestro trabajo de análisis (e históricamente así ha venido siendo) llegará

el momento en que, en líneas generales nunca en todas, se nos dará la razón. Hasta ese momento... paciencia y prudencia.

Algunos Comentarios

A lo largo del mes hemos realizado un par de operaciones, pero dado que las otras cuatro han sido básicamente el mismo día 2 de Julio, dejadme que os las incluya en esta Carta. Como siempre los argonautas de quienes tengo los datos (y animo a los que aún no os habéis puesto en contacto conmigo a que lo hagáis... con una participación ya sois “reyes, príncipes y héroes” por lo que no dudéis en ponerlos en contacto conmigo. De verdad) habéis recibido información al respecto de dichas operaciones.

Básicamente los movimientos han sido los siguientes: Incrementamos posiciones en dos empresas que ya estaban en cartera- **THE GYM GROUP** y **Grupo FERROVIAL**-, vendimos tres posiciones que estaban en cartera: **GEOX**, **NORDEN** y **SWKHoldings** (con resultados dispares... pérdidas en esta última y positivos en las otras dos, especialmente gracias al cobro de los dividendos) e incorporamos una nueva empresa que os explicaré enseguida.

Los dos incrementos, en GYM y en Ferrovial, ha sido sencillamente por dos motivos; en primer lugar he revisado al alza- no excesivamente- los valores intrínsecos de las dos, en especial el más significativo en este sentido sería Ferrovial que ha recibido el visto bueno definitivo a la tercera pista de aterrizaje en el aeropuerto de Heathrow, el más grande y el más rentable (con diferencia) de Reino Unido. Recuerdo al respecto que hace años, antes incluso del Argos Capital (a.A.C.), comentaba a mis entonces clientes- se puede leer en el libro *El lemming que salió raro* (Ed. Eje Producciones Culturales, 2012)- que veía imposible que Reino Unido dejara pasar la posibilidad de ampliar el principal *hub* de comunicaciones europeo y que se lo terminaran quedando Francia o Alemania... la verdad, siendo como somos los españoles (capaces de pegarnos un tiro en los pies para demostrar que los tenemos debajo) si hubiera sido el caso en España posiblemente hubiéramos terminado dejando que la oportunidad se la llevara otro país. Pero de Reino Unido que aún nos tiene embarrados con el caso de Gibraltar (por cierto, os recomiendo a todos la lectura del libro de José María Carrascal sobre el asunto: La batalla de Gibraltar, Ed. Actas 2012.... Indignante la historia del Peñón) lo veía imposible. Y así ha sido.

Aunque las obras aún no han comenzado, el plus en valoración para Ferrovial es significativo y aprovechando que tanto su cotización como la de GYM estaban no sólo razonable sino incluso baratas, aprovechamos para incrementar posiciones. Debido a esto ambas posiciones rondan aproximadamente el 6% de la cartera del Argos... me refiero, evidentemente a un seis por ciento *cada una* no entre las dos.

Vamos a hablar ahora de la nueva posición del fondo: **PORSCHE SE** es una gran empresa- como os dije a los argonautas, lo que hemos comprado son las acciones preferentes, que son las que cotizan, ya que las acciones comunes se encuentran en manos de la familia y no tienen cotización; pero tranquilos que no es el mismo caso de las denostadas preferentes de hace unos años de las entidades financieras españolas- dueña del 31% del grupo Volkswagen además de algunas otras posiciones.

La empresa ya estaba en el punto de mira de diferentes inversores *value* desde hace algún tiempo... en concreto desde que Mohnish Pabrai publicó hace un par de años que había entrado fuertemente en el grupo FIAT-Chrysler (FCA) resaltando lo barato que veía al sector automovilístico; desde ese momento el sector empezó a aparecer en las carteras e intenciones de los inversores *value* ... en

nuestro caso, dado que íbamos aprovechando otras alternativas no teníamos una urgencia al respecto. A toro pasado es evidente que descartar situaciones termina siendo perjudicial ... o no tan beneficiosa como otras ideas de inversión; pero eso va de suyo, no siempre se acierta... en ocasiones, citando a Buffett, cometes errores no forzados. El problema es que lo ves claro *después*. En cualquier caso, a veces cierto grado de prudencia y paciencia también resulta conveniente... en el caso que nos ocupa de PORSCHE es así: desde un máximo superior a los 80 euros por acción ha recortado hasta los 54 euros. Veamos la empresa



Como vemos los activos de PORSCHE son excepcionales, uno de los mayores grupos automovilísticos a nivel mundial. La valoración actual de mercado del grupo Volkswagen ronda los 71.000 millones de euros, el 31% que nuestra empresa tiene de participación en el grupo tendría por tanto una valoración de 22.000 millones de euros. Al precio al que la hemos incorporado a nuestra cartera representa una valoración de 16.500 millones de euros, dicho de otra forma estamos adquiriendo la empresa accionista mayoritaria de uno de los principales grupos automovilísticos a nivel mundial al 75% de la valoración que el mercado asigna a esa misma participación dentro del grupo del que PORSCHE es accionista principal.

Veamos lo siguiente, para ponernos en situación:



Esta es la evolución de la cotización de la acción de Volkswagen en los últimos cinco años; el desplome de hace unos años se debió a los riesgos derivados de las noticias sobre el famoso *dieseltgate*. Como vemos la cotización de la compañía se ha recuperado... aunque no se puede decir que esté en máximos ni por asomo. Esta evolución es muy parecida si mirásemos la evolución de la acción de PORSCHE. Desde máximos a los precios actuales el recorte ha sido superior al 40%.

En los últimos doce meses, la evolución ha visto truncada parte de la recuperación que ambas acciones estaban teniendo, en el caso de PORSCHE pasando desde 80.28€ a los 53.85€ que hemos comprado, una rebaja del 33%. Si la empresa hubiera visto su negocio decaer podría tener sentido dicha evolución, pero el Sr. Mercado no suele mostrar mucho interés en los negocios de las empresas que cotizan, sino que más bien se centra en la evolución del precio como medida de todas las cosas... en cierto modo, siguen la historia que en *Margin of Safety* comentaba Seth Klarman sobre las “sardinas para especular”. No importa si las sardinas pueden comerse o están podridas, lo único que les importa es que el precio de la lata suba o baje. En nuestro caso, nos centraremos en las sardinas y no tanto en el precio de la lata.

La compañía se centra en sus inversiones- a parte de mantener como foco o prioridad de su activo las acciones del grupo Volkswagen- en otras alternativas dentro de la cadena de valor asociadas o relacionadas con el mundo del automóvil, desde tecnologías básicas, apoyo a la producción y diseño, o actualmente a las tecnologías relacionadas con los vehículos autónomos, la infraestructura del tráfico y otras. En suma, PORSCHE actúa en una forma que podríamos comparar más con el punto de vista de “inversores activos” en la cadena de valor relacionada con los vehículos y no tanto con una mera tenedora de una fuerte posición en uno de los mayores grupos industriales del sector.

Cuando hablamos del tamaño del grupo, creo que merece la pena echar un vistazo al volumen de producción de los dos últimos años tanto por regiones como por marcas. Los datos están tomados de la propia memoria anual de la compañía:

Deliveries of passenger cars, light commercial vehicles, trucks and buses¹

	2017	2016	Change %
Regions			
Europe/Other markets	4,737,630	4,617,709	2.6
North America	976,396	939,173	4.0
South America	521,585	421,539	23.7
Asia-Pacific	4,505,844	4,318,620	4.3
Worldwide	10,741,455	10,297,041	4.3
by brands			
Volkswagen passenger cars	6,230,229	5,980,309	4.2
Audi	1,878,105	1,867,738	0.6
ŠKODA	1,200,535	1,126,477	6.6
SEAT	468,431	408,703	14.6
Bentley	11,089	11,023	0.6
Lamborghini	3,815	3,457	10.4
Porsche	246,375	237,778	3.6
Bugatti	71	1	>100
Volkswagen commercial vehicles	497,894	477,974	4.2
Scania	90,777	81,346	11.6
MAN	114,134	102,235	11.6

¹ Deliveries for 2016 have been updated to reflect subsequent statistical trends. The figures include the Chinese joint ventures.

Dado que en su caso las cifras “reales” del negocio dependen de la posición *core*, el grupo Volkswagen, veamos por tanto qué estamos comprando. En primer lugar os adjunto el valor teórico del porcentaje que nuestra empresa posee en el grupo VW.

€ million	VW without acquisition in FY2015	VW acquisition of shares in FY2015	VW Total
	31/12/2017	31/12/2017	31/12/2017
Non-current assets	262,914	293,832	-
Current assets	160,142	160,112	-
Non-current liabilities	153,101	164,537	-
Current liabilities	160,389	160,389	-
Equity	109,566	129,018	-
thereof non-controlling interests and hybrid capital investors	-11,391	-11,316	-
Effects from additional dividends	-80	-26	-
Equity adjusted for at equity accounting	98,095	117,676	-
Carrying amount of the investment in Volkswagen AG accounted for at equity	29,307	1,032	30,339

Si os fijáis, el valor de la posición a Diciembre del año pasado supera los 30.000 millones de euros... estamos adquiriendo esa posición a un valor de 16.500 millones de euros...prácticamente a la mitad de su valor. No parece una mala operación.

Veamos algún dato más que pueda haceros sentir que tenemos delante una buena operación. Teniendo en cuenta que hemos pagado el equivalente a 16.500 millones por la empresa, ésta nos ha generado el año pasado 3.332 millones de beneficio... lo que supone una rentabilidad de nuestra inversión del 20.19% inicial... bien, podemos asumir que este beneficio ha sido especialmente positivo; si lo comparamos con el obtenido por la empresa en el año anterior (2016) de 1.450 millones sería del 8.79% (para los que queráis verlo en PER, sería 4.95 en el primer caso y 11.38 en el segundo)... Pero esto son rentabilidades o beneficios pasados y lo que nos interesa es el futuro (que por cierto, la propia compañía estima buenas perspectivas para este año, en concreto debido al crecimiento previsto en China, India y Europa y esperan un efecto favorable en USA debido a los cambios fiscales). Veamos qué podemos estimar de dicho futuro.



VOLKSWAGEN
AKTIENGESELLSCHAFT

Deliveries & Global Trends Key Financials & Cash Strategic Outlook & Milestones Brands / Regions Diesel Remuneration Integrity & Compliance Commitment

Clear Financial Targets and Milestones

Key financial targets	2016 Actual	2017 Targets CMD March	2017 Outlook	2020 Targets	2025 Targets
Operating return on sales <small>Before Special Items</small>	6.7%	6-7%	moderately exceed 6-7%	6.5-7.5%	7-8%
Return on investment <small>Automotive Division before Special Items</small>	13.9%	11-13%	moderately exceed 11-13%	13-15%	> 15%
Capex ratio <small>Automotive Division</small>	6.9%	6.6%	~6.6%	6%	6%
R&D cost ratio <small>Automotive Division</small>	7.3%	6.7%	~6.7%	6%	6%
Cash					
a) Net Cashflow <small>Automotive Division</small>	€ 4.3 bn	negative	negative	≥ 10	> 10
b) Net Liquidity	€ 27.2 bn	> € 15 bn	> € 20 bn	> € 20 bn	~10% of Group turnover

18

Las perspectivas que la propia empresa- en este caso me refiero obviamente al activo principal- son halagüeñas para el medio plazo, con incrementos significativos tanto a nivel de facturación como a nivel de rentabilidad de las operaciones.

Veamos una estimación de valor... rápida. A lo largo de los últimos cinco años el beneficio neto promedio del grupo ha sido de casi 7.200 millones de euros y el 31% de nuestra empresa matriz sería un promedio de 2.224 millones. Asumiendo un crecimiento a largo plazo del 3.5% (bastante razonable con su histórico del largo plazo y con sus propias perspectivas) tendríamos un valor de la empresa de 34.200 millones lo que supone un margen de seguridad del 100% sobre nuestro precio de compra de 16.500 millones. O dicho de otra forma, podemos estimar un valor por acción de unos 100€.

Podríamos seguir haciendo más cálculos (vía estimación de *cash flows* por ejemplo podríamos hablar de niveles más cercanos a 110€), pero creo que la idea es más que suficiente. En resumen, creo que la incorporación de PORSCHE SE como propietaria principal, accionista familiar de referencia, ofreciéndonos una compañía con unos activos muy valiosos, sin deuda referenciada a nosotros (nuestra empresa tiene posición de caja neta ya que la deuda corresponde al grupo Volkswagen en su inmensa mayoría), con vocación de largo plazo y con la ventaja de que, debido a los temores sobre el resultado de los litigios aún pendientes, el mercado exagera el daño que puede recibir la empresa y nos permite adquirirla a precios muy ventajosos.

Varios

El nivel de liquidez actual- contando el REIT belga- ronda el 17% y estamos incrementándolo paso a paso. Contamos con unos 745 argonautas de toda España y unos 10.500.000 euros bajo gestión... ese exceso por encima del nivel de los diez millones, recordad que van al 1.40% de comisión en vez del 1.60% de los primeros diez millones.

Quiero aprovechar estas últimas líneas para felicitar a Santiago Moreno y Javier Caballero, gestores de un nuevo fondo *value* EsferaValue- Santiago... como ves cumplo lo que te prometí- porque se han unido a nosotros como el tercer fondo español (al menos del que yo tenga noticia) que selecciona para compararse un índice con dividendos brutos reinvertidos. Bienvenidos amigos.

Lo siguiente es algo personal; os pido perdón por anticipado a los que os parezca fuera de sitio, pero quisiera- por su familia- hacerle este pequeño homenaje a un argonauta y amigo. Ésta fue mi oración cuando supe la noticia de su fallecimiento. A su familia, con todo mi cariño y mi respeto:

“Un argonauta y amigo ha fallecido esta noche pasada. Queridos amigos, vosotros sois para mí más que simples inversores en el Argos...siempre os he tenido en más y quiero que os unáis a mí, unos en la oración otros sólo en el recuerdo y buenos deseos, en su recuerdo y en el cariño a su familia. Aquí va mi oración para Juan: "Padre, hace años le conocí y le aprecié, ya estaba enfermo por secuelas anteriores pero nunca perdió la sonrisa ni la esperanza. Cuando él y su esposa vinieron a León charlamos y ya le costaba recuperar las palabras que su memoria, que no su alma, había dejado olvidadas. Padre, en todos estos años le he puesto en Tus manos y ayer subió al fin a Ti. Tú que le amaste le diste fuerza para sonreír hasta el final. ..siempre le recordaré con esa sonrisa de ilusión. Da fuerzas a su familia para que recuerden que está contigo y que a tu lado está bien. El don de la vida que le concediste lo aprovechó haciendo el bien...la Vida que

ahora le concedes es el premio que un hombre bueno merece. Padre, sigo viéndole sonriendo, a tu lado...y ahora las palabras del alma le llegan a los labios sin dolor. Juan, amigo, descansa en Paz....y hasta dentro de un ratito de Eternidad. Amén. "

Como podéis observar en el gráfico final, el valor intrínseco de la cartera se ha reducido ligeramente, en especial por el incremento de la posición en liquidez. El valor liquidativo del Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 61,52€, 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.

A lo largo del mes escribí un artículo en Rankia respecto a los nuevos argonautas que estaban incorporándose al Argos. Como siempre agradeciéndoles su confianza, pero también recalándoles que se pusieran en contacto conmigo para poder adjuntarles las Cartas desde el inicio para que puedan comprender bien en qué consiste el Argos y se aseguren de que es el vehículo donde deben estar. Desde entonces, varios de los nuevos argonautas- y alguno que llevaba más tiempo en el Argos- se han puesto en contacto ...uniros a mí en darles la bienvenida a esta nave en la que todos somos viajeros. Animaros los que aún faltáis por conocerme.

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	-4,19%	-2,06%	-1,85%	2,65%	-1,18%	-1,72%

Anualizada*	-0,52%	4,54%	5,18%	13,28%	5,84%	4,71%
Diferencia	5,23%	0,17%	-0,47%	-8,57%	-1,13%	

* Incluye desde el 16-12-2010

Desde el 21-1-2011

Anualizada	-1,57%	3,39%	3,98%	12,96%	5,29%	4,79%
Diferencia	6,36%	1,40%	0,81%	-8,17%	-0,50%	

