

ARGOS

VALUE FUND

CARTA A LOS ARGONAUTAS- OCTUBRE 2020

León a 1 de Octubre de 2020

Queridos Argonautas:

El 16 de Diciembre de 2010 inició su camino el fondo anterior con un valor liquidativo de 10€ por participación. A 30 de Noviembre de 2018 representaba una ganancia del +38,23% sobre el valor inicial y desde el 1 de Diciembre de 2018 hemos continuado la ruta en el fondo **ESFERA I ARGOS** (en adelante “Argos”). A 30 de Septiembre el valor liquidativo- histórico- es de 12,206764€ (o, en liquidativo del ESFERA I ARGOS: 87,956603€) lo que deja la rentabilidad histórica en **+22,07%** y en lo que va de año en **-19,41%**. El mes de Septiembre ha sido negativo para los mercados, incluyendo el mercado americano pero, en este mes, mejor comportamiento para el Argos, **pero debemos en este año, por encima de todo, seguir lamentando los más de 46.000 fallecidos en España**. 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 inversora 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	ESFERA I ARGOS
De inicio a 30-09-2020	-32.90%	+6.08%	+9.60%	+232.17%	+58.14%	+22.07%

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	ESFERA I ARGOS
De inicio a 30-09-2020	67.096,89	106.080,92	109.599,62	332.171,88	158.135,50	122.067,64

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

COMENTARIO GENERAL

“¿Cuál fue el resultado? En resumen, un experimento no intencionado a través de miles de cuentas de inversión. Como pudimos concluir, las cuentas autogestionadas, donde los clientes podían elegir sus propias acciones de la lista pre aprobada y entonces seguir (o no) nuestra indicaciones para negociar las acciones a intervalos fijos no lo hicieron demasiado mal. Un total de todas las cuentas auto gestionadas para el periodo de dos años desde el inicio mostraron una rentabilidad acumulada del 59.4% después de todos los gastos. No muy mal, excepto que el S&P500 durante el mismo periodo logró un 62.7%.

Pero un total de todas las cuentas “gestionadas profesionalmente” que simplemente seguían las reglas lograron un 84.1% después de todos los gastos en esos dos mismos años, batiendo a las auto gestionadas por casi 25% (y al S&P por más de 20%) [.....]

Una conclusión podría ser que, de media, la gente que manejaba sus propias cuentas tomaron un buen plan y lo usaron con su propio juicio para, sin querer, eliminar todo el extra de creación de valor e incluso más.”

Joel Greenblatt

Common Sense- The investor’s guide to equality opportunity and growth, pag.122-123

“Si queremos evitar el continuado riesgo político y falta de armonía que crean serios riesgos para la sostenibilidad del sistema capitalista, necesitamos encontrar un medio para que aquellos que son dejados detrás participen en un mayor grado en el capitalismo, ampliamente definido. Este es un problema importante que debe ser ajustado, y nos incumbe a todos, particularmente para aquellos de nosotros que somos los principales beneficiarios del sistema para encontrar una solución. [.....] Uno de los principales problemas con el capitalismo, particularmente como ha funcionado en las últimas décadas, sin embargo, es que el crecimiento de los salarios no se ha acompasado con la creación de riqueza a largo plazo, que ha favorecido desproporcionadamente a los ricos y a la clase media alta.

En resumen, el sueño americano ha sido decepcionante o peor para la mayoría.”

Bill Ackman- Pershing Square Letter to Shareholders June 2020, pág. 8.

“En lo que estaban equivocados era en tener a los inversores erróneos en el autobús, un error que yo me prometí no tener. Ese es el motivo por el que insisto en conocer a todos los inversores en persona antes de que inviertan y por lo que intento construir relaciones personales con todos mis inversores. Es también el motivo por el que rehuyo aceptar capital de intermediarios como fondos de fondos, IFAs, bancos y compañías de seguros. Mi enfoque no permite escalarlo mucho pero tiene la ventaja de tener una base estable de capital. El resultado es que nadie pierda dinero. Una minoría ganará dinero. Y Business Owner [e nombre de su fondo, nota mia] vivirá para luchar otro día. Es una situación “ganar-ganar” en cada aspecto imaginable.”

Robert Vinall- Co Investor Letter 1H 2020, pág. 3

“Un hecho clave de los 60 fue el cada vez mayor número de inversores en el mercado bursátil de EEUU. Siete veces más americanos tenían acciones a finales de los 60 que en el máximo de la burbuja de 1929. [.....]

La década vio el auge de un nuevo tipo de inversor- el gestor de fondos profesional. Fue un periodo de una significativa creación de fondos de inversión y de grandes entradas de dinero en dichos fondos. A mediados de los 60 la industria de fondos de inversión tenía \$35 billones en activos bajo gestión, con entradas de nuevo dinero a ritmos anuales de \$2.4 billones. [.....]

El auge de los gestores estrella de fondos fue otra de las características de los años “go-go”. Gerry Tsai fue, quizás, el más y mejor conocido de los nuevos gestores de cartera. Su fondo

Manhattan Fund consiguió levantar \$247 millones en 1966, la mayor cantidad jamás conseguida por un fondo de inversión hasta esa fecha.

Wall Street se transformó a lo largo de la década por la entrada de nuevos personajes. En 1969, la mitad de los vendedores y de los analistas de inversión se habían incorporado al negocio desde 1962. Sólo tenían experiencia de un prolongado mercado alcista, otro factor sosteniendo la burbuja de las Nifty Fifty.”

Robert Vinall- Co-Investor Letter 2019, pag. 9

En la sección “Varios”, tenéis la comparativa frente a los índices desde que hemos cambiado de navío, aunque seguiré dando más importancia al histórico de largo plazo.

Es terriblemente difícil escribir esta Carta pues jamás en la vida pude llegar a imaginar vivir una situación tan terrible y excepcional como la que estamos viviendo. En el inicio de la Carta veis que he eliminado ya las tres cruces y un fondo negro... en señal de luto y de oración- buenos sentimientos para aquellos que no sois creyentes- que enviamos como muestra de dolor, compasión y esperanza por aquellos 46.471 fallecidos oficialmente debido al COVID-19 (sumando las cifras de Madrid y Cataluña), el quitarlos no supone merma de compasión, sino volver a lo que era habitual, seguiremos paso a paso en recuerdo. Es terriblemente doloroso sentir la impotencia de ver cómo tantas personas inocentes ven truncadas sus vidas sin ni siquiera poder tener a su lado el amor de sus familiares. Es doloroso escribir sobre mercados cuando tenemos encima más de 46.000 fallecidos y sabemos que aún llegarán más, antes de que desaparezca esta pandemia de nuestras vidas. Que estas líneas de inicio, tan desusado, sirvan de oración y homenaje por todos esos españoles que se nos han ido sin tener porqué; con el sentimiento tan a flor de piel pues aún es tiempo para las lágrimas del recuerdo y para la alegría de saber que tantos de vosotros, amigos y argonautas que me habéis mantenido al tanto de vuestra salud y la de vuestros familiares, vayáis saliendo con bien... Esta crisis nos ha mantenido más cerca de lo habitual y todos, todos, habéis mostrado lo increíbles que sois y lo involucrados que estáis con el Argos... vuestro fondo hoy y siempre.

Este mes de Septiembre ha dado la de cal, incluyendo sorprendentemente al mercado americano. Como veréis si comparáis la evolución del mes pasado con éste, comprobaréis que el Argos ha tenido un mejor comportamiento y creo que luego lo veréis gráficamente más claro. Pero vayamos a los comentarios generales que, en esta ocasión, no tendrán demasiado que ver con las citas del inicio pero que os las recomiendo como siempre. En especial, recordad que al igual que en el periodo que llevó a la burbuja de las Nifty Fifty a finales de los 60, la mayor parte de los inversores actualmente no están acostumbrados a otra cosa que a un prolongado mercado alcista. Y esto no durará para siempre.

Hace unos días estuve hablando con un par de vosotros respecto al mismo tema: la comparativa frente al mercado. En su día lo escribí con detalle, creo recordar que fue en la Carta de Noviembre de 2015 que os recomiendo que la releáis, y por supuesto en la Carta de Lanzamiento del Argos se indicaba que la comparativa sería siempre con respecto al mercado con dividendos brutos incluidos en dicho índice. En aquél Noviembre de 2015 indicaba que a Robert Vinall- del que tenéis una cita en el inicio de esta Carta- le había pasado lo mismo, incompreensión o crítica porque en su caso seleccionaba el DAX como mercado de referencia a batir cuando la inmensa mayoría de su cartera no estaba invertida en Alemania.

Siempre os he comentado que nuestro mercado de referencia era el Ibex 35 con dividendos brutos (la segunda columna en todas las tablas que os incluyo) y que el resto los incluía, simplemente, como datos a mayores pero no como “mercado a batir”. Os vuelvo a explicar los motivos y el porqué usar el Ibex35 Total Return o, en español, Ibex35 con dividendos brutos.

En primer lugar, lo que entiendo es lo lógico, razonable y justo es que cuando seleccionamos un índice de referencia- no para seguirlo sino para intentar batirlo- ha de ser *a priori* y no debemos andar cambiándolo cuando nos interese usar otro. Se trata de dar una comparativa que tenga sentido desde el inicio y mantenerlo en las duras y en las maduras, salvo que se produzca algún cambio realmente estructural. ¿Cómo tomé la decisión de utilizar el Ibex35 con dividendos brutos? ¿Por qué no otro índice o por qué no hacerlo sin dividendos o usando éstos, pero netos?

Bien, la respuesta es sencilla. Miré lo que había hecho Buffett- y antes que él Graham o Walter Schloss- y le copié. Cuando Buffett empieza su *partnership* a finales de los años 50 no existía el índice S&P500 y, en cambio., el índice más utilizado y conocido en EEUU era el *Dow Jones Industrial Average*. Dicho índice se compone de treinta valores industriales, los más grandes, y al revés que lo habitual en el resto de índices todas las empresas pesan lo mismo, no dependen de su capitalización. Naturalmente Buffett, al calcular la rentabilidad obtenida por dicho índice incluía los dividendos brutos que éste hubiera pagado. A la hora de explicarlo a sus inversores les decía que, **aunque su cartera no se iba a parecer prácticamente en nada al *Dow Jones Industrial Average*, entendía que era la alternativa que todos sus inversores usarían en caso de no gestionarles él su dinero... era su opción por defecto como inversores americanos.** Cuando el S&P500 se convirtió en el estándar en EEUU, Buffett comenzó a compararse con este otro índice... *incluso aunque si cartera no tuviera mucho que ver con dicho indicador bursátil.*

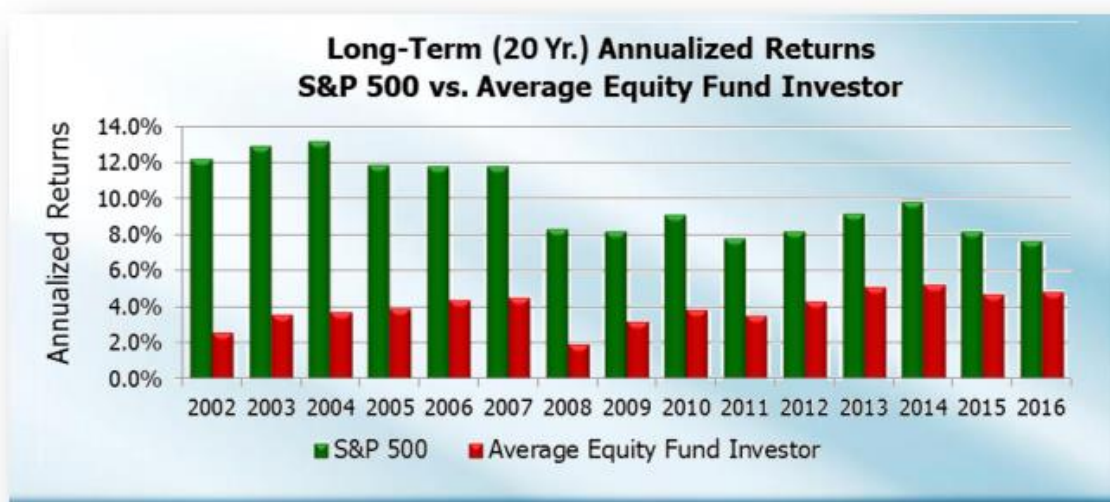
Desde la industria de fondos de inversión, al revés que Buffett, entienden que tu índice de referencia debe parecerse lo más posible a tu cartera, pero eso, con perdón, es simplemente una estupidez. A la industria le viene muy bien porque así les resulta muy cómodo incluir a un determinado fondo en sus secciones, clasificaciones y “cajas de estilo”... bien, que lo disfruten. Pero si tengo la posibilidad de cambiar la cartera de mi fondo las veces que crea necesario o conveniente, si tengo la posibilidad de tener más o menos porcentaje invertido en bolsa, en bonos, en liquidez... y a la vez pretendo que mi “índice” se acerque lo más posible a mi cartera en cada momento, sencillamente NO hay índice así. O lo voy cambiando cada vez o directamente debería usar “mi” cartera como mi propio índice. Y ahí, ya os digo de antemano, que jamás nadie se batirá a sí mismo... y mucho menos si en el “índice” eliminamos los gastos y comisiones que el fondo sí tendrá que asumir.

Pero repito, ése es el planteamiento de la industria de fondos, no el que deberíamos tener como inversores. El planteamiento de Buffett, a mi modo de ver, es mucho mejor. En nuestro caso, y es algo que conozco de primera mano desde mi época en banca privada, os puedo garantizar que el inversor medio español básicamente piensa en Ibex... salvo algunos que están más habituados a invertir por su cuenta y a brujulear por todos los medios y conocen empresas e índices fuera de España, la inmensa mayoría no son así. Lo mismo pasa en EEUU o en Alemania, cuyas opciones por defecto- esto es, donde ellos invertirían su dinero si no tuvieran a un gestor/asesor profesional encargado de la inversión de su dinero- serían el S&P500 o el DAX, ambos lógicamente con dividendos brutos reinvertidos en la comparativa.

Hace ya muchos años John Bogle el fundador, ya fallecido, de Vanguard Group comentó que en un periodo de 15 años en que el índice, con dividendos brutos, había logrado una media de (aproximadamente que os lo estoy escribiendo de memoria) un 11% anual, el fondo promedio de

acciones americanas había logrado una rentabilidad anual media del 8% y, lo gracioso venía ahora. ¿Cuánto pensáis que había obtenido el inversor medio de dicho fondo de inversión? La respuesta natural, que nos sale a todos, es ... pues lo mismo, ese 8% anual. Craso error, la rentabilidad media de ese inversor medio en el fondo medio había sido del orden del 3% (sigo escribiendo de memoria, pero más o menos estamos hablando de esas cifras). ¿A qué se debía esa diferencia? No a las comisiones o gastos, desde luego sino al propio inversor... a sus propios errores de inversión. A invertir en momentos en que el mercado o el fondo subían y a salirse cuando era al contrario. Igual que en la cita inicial de Greenblatt y su experimento con miles de inversores, aquellos que se dedicaron a gestionar por su cuenta cuando les estaban indicando qué acciones comprar y cuándo entrar o salirse, ganaron mucho menos que aquellos que simplemente se dejaron gestionar.

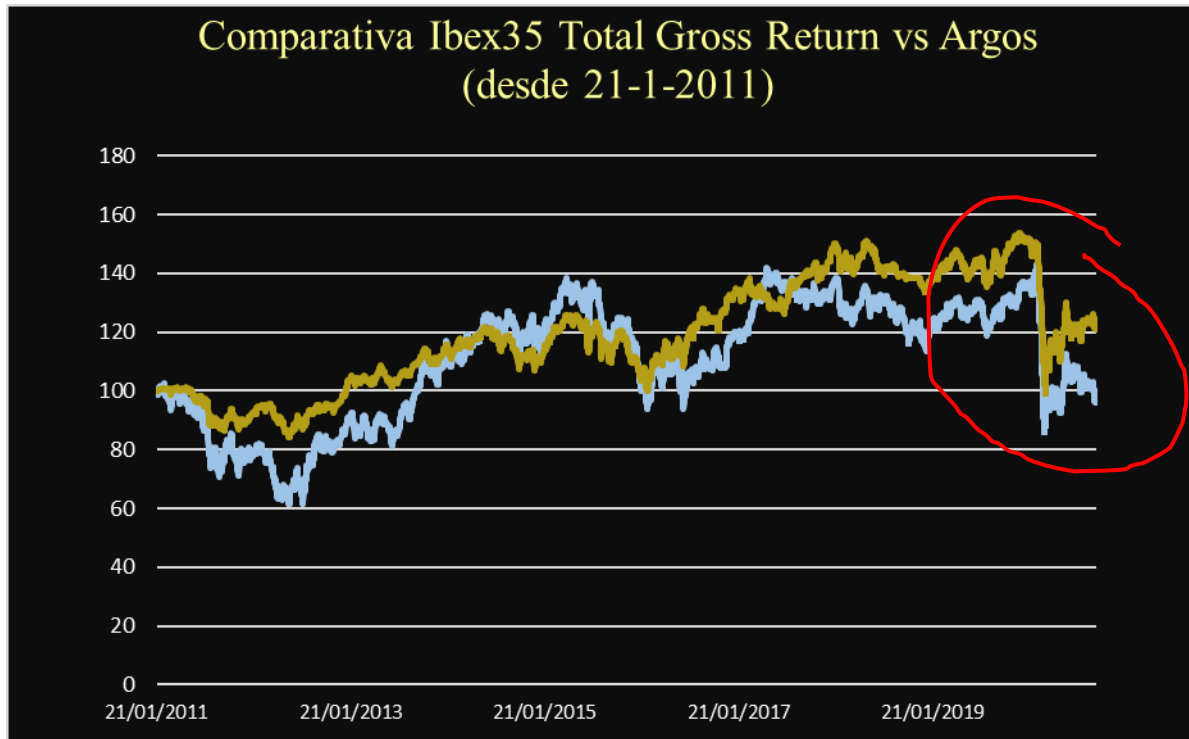
Por ello, el inversor medio español no es capaz de obtener ni siquiera la rentabilidad que su alternativa por defecto es capaz de lograr, simplemente porque no se para quieto y trata de operar para batir al mercado.



Fuente: http://svwealth.com/wp-content/uploads/2018/04/dalbar_study.pdf

Es decir, aunque el inversor medio por defecto tiene complicado lograr la rentabilidad del índice que tiene a su alcance- en nuestro caso el Ibex35- es difícil que lo logre por su propio comportamiento... pero eso a Buffett no le importó y a mí tampoco. Ambos – y Robert Vinall- usamos el índice más conocido como opción por defecto para el inversor en nuestro país y asumimos que el inversor sería capaz de alcanzar dicha rentabilidad *incluyendo los dividendos brutos, sin retención ni costes o comisiones de ningún tipo*. Y frente a eso valoramos si estamos o no aportando valor al inversor. Como digo, esto ha de establecerse de antemano y mantenerlo en las duras y en las maduras. Hagamos un poco de historia. Hoy por hoy, me decía uno de estos amigos, no parece muy justo usar el Ibex cuando ha tenido un comportamiento tan pobre en estos casi diez años... y sí, es cierto que el mercado ha tenido un comportamiento pobre, de hecho, si os fijáis en la última tabla- la de los resultados anuales- en la fila de rentabilidades anualizadas desde el inicio real de asesoramiento/gestión (el 21 de Enero de 2011), el Ibex35 con dividendos brutos está en negativo (para os que os lo preguntéis, el Ibex35 con dividendos **netos** serían 88.972,92 euros). Es decir, cien mil euros invertidos entonces y mantenidos hasta hoy, incluyendo el cobro sin retenciones fiscales ni costes o comisiones de ningún tipo, son 97.259,74 euros.

Pero no siempre fue así... en 2014 el mismo índice nos estaba ganando la partida... **y yo no cambié la comparativa en ningún momento**. Hubiera quedado mejor la foto si hubiera cambiado el índice, pero eso hubiera supuesto una trampa a los argonautas y ellos, como bien sabéis, son “reyes, príncipes y héroes” y no se les puede engañar sólo para salir bien en una foto. En aquel entonces yo no sabía cuándo lograría batir al mercado o si lo lograría, pero desde luego no iba a engañarles. No se lo merece nadie, pero mis argonautas mucho menos. Pocos meses después, afortunadamente, pude batir al mercado. Y desde entonces no hemos vuelto a estar por debajo.



Y como podéis ver en esta gráfica, en este último periodo nos hemos comportado mejor que el mercado- de ahí la diferencia en el año, por ejemplo.

Cuando se plantea que la cartera está invertida generalmente fuera de España, siempre digo que mejor que se lo expliquen a Buffett, a Vinall o a Pabrai. Pabrai, un grandísimo inversor *value* de origen hindú pero residente en EEUU se compara con el S%P500 con dividendos brutos... pero su cartera en los últimos años no ha tenido prácticamente inversiones en EEUU y no parece que nadie le haya dicho nada. El trabajo de un inversor a quien los inversores han confiado sus ahorros para que los gestione/asesore es intentar batir al mercado para que el cobro de comisiones por su labor tenga sentido; si no es capaz de batir al mercado que el inversor tiene como alternativa por defecto lo normal sería que lo dejara y que esos inversores pongan su dinero en el mismo índice- a sabiendas que, en el mundo real con gastos y Hacienda, no logrará exactamente esa rentabilidad del índice pero se quedará cerca-. Y para batir al índice, al mercado *da igual cómo lo logre*. Si el gestor bate al mercado porque ha puesto el 60% de su fondo en seis acciones que suben y suben, ¿qué problema hay? Si lo bate porque el mercado se desploma y él está invertido al 90% en letras del tesoro y cae mucho menos... ¿qué problema hay? ¿Que su cartera no se parece al índice? ¿Y qué? Lo único que debería importarnos es si aportamos o no aportamos valor a nuestros inversores.






















Robert Vinall o Pabrai que casi no tienen nada invertido en Alemania o EEUU respectivamente no modifican sus mercados de referencia a batir cuando su cartera no se parece a dichos mercados, su

estructura de clientes, de inversores sigue siendo principalmente alemanes o americanos y por ello, sus alternativas por defecto siguen siendo el DAX o el S%P500. Buffett, ahora que ha decidido comprar acciones en Japón no va a hacer una mezcla de índices para tener, por ejemplo, el 95% S&P500 y el 5% en Nikkei. No tiene sentido.

Resumiendo, nuestro mercado de referencia es, y seguirá siendo incluso cuando no nos vaya bien- como ha sucedido en el pasado-, el Ibex35 con dividendos brutos reinvertidos mientras la inmensa mayoría de nuestros argonautas sean españoles. Supongo que si, en un futuro, la inmensa mayoría de los argonautas pasan a ser de Kuala Lumpur lo lógico sería modificar el mercado de referencia y compararnos contra el índice de Singapur... pero, no sé, personalmente lo veo bastante improbable, qué queréis que os diga.

Lo seguiremos usando a sabiendas que el inversor promedio casi seguro ni siquiera obtendría esa rentabilidad sino que se quedaría bastante por detrás y, en caso de acercarse, siempre tendría unos costes de operativa y fiscales que el índice no tiene, pero aún asumiendo todo ello, sigo el ejemplo de Buffett y utilizo el índice limpio de trabas. No pretendo dar lecciones a nadie de cómo deben compararse, pero como he dicho en el pasado, si tienen algún problema que se lo cuenten a Buffett, a Pabrai... desde luego no me parece bien ir cambiando el índice según nos vaya interesando y por eso yo no lo hago, el resto... es cosa suya y de sus inversores; pero mis argonautas, desde luego, no se merecen ese tipo de actuación. Me imagino que en el futuro vuelvan a surgir estas dudas o curiosidades respecto al índice de comparación y volveré a explicarlo sin problemas; pero quiero recordar a quienes ahora sólo ven el S&P500 como índice a invertir que éste lleva teniendo un prolongado mercado alcista y que no siempre será así... en el pasado ha tenido periodos de 17 años en los que se ha quedado plano, incluyendo los dividendos. Ojo con pensar que el presente actual va a ser indicativo de lo que sucederá en el futuro.

Os incluyo la cartera completa incluyendo los pesos de cada título.

 ARCELOR MITTAL	6,84%	 TOPPS TILES	3,34%
 FERROVIAL	6,78%	 KORN FERRY	3,19%
 JOST WERKE AG	5,91%	 BOSTON OMAHA	3,05%
 HERMLE AG	5,69%	 AUSDRILL-PERENTI GLOBAL	2,99%
 INDITEX	4,90%	 CAMBRIA Automobiles	2,84%
 BERKSHIRE HATHAWAY	4,69%	 CLARUS	2,59%
 AIMIA	4,27%	 TEEKAY	2,45%
 BREMBO	4,24%	 DESKTOP METAL	2,21%
 RENAULT	3,81%	 BALWIN PROPERTIES	1,03%
 THE GYM	3,79%	 TOTAL LIQUIDEZ	21,92%
 GARMIN	3,47%		

Algunas Operaciones

A lo largo de este mes hemos realizado tan sólo una operación, la empresa número veinte de la que he estado informando en breves detalles a los argonautas a lo largo del mes. Pero, hemos tenido algunas noticias sobre algunas empresas de la cartera, de la que resaltaremos **ArcelorMittal** y **Topps Tiles**. En el caso de la primera, la buena noticia ha sido la decisión de vender los activos que tiene en EEUU por un importe de unos 12.000 millones, lo que ha llevado a la empresa a subir en consonancia... la venta de los activos no sólo supone un ingreso de efectivo que, en estos momentos, viene muy bien, sino que, además, se reduce la deuda en una cifra considerable.

En el caso de Topps Tiles ha mostrado unas cifras bastante sólidas para el conjunto de su ejercicio fiscal (52 semanas hasta el 26 de Septiembre). El peor momento, como es lógico, fueron los meses de Abril y Mayo- como podemos ver en el desglose para el área minorista- y recuperando en los siguientes, mostrando un buen crecimiento respecto al año anterior.

The strong finish to the year, with the Retail like-for-like sales performance being robustly ahead of the comparative period, gives the Board confidence that the Group will generate a modest level of adjusted profit before tax¹ for the 52 weeks ended 26 September 2020.

Average Weekly Sales*

	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep
FY 2020	£0.8m	£1.3m	£3.3m	£4.4m	£4.5m	£4.6m
FY 2019	£4.0m	£4.2m	£4.1m	£3.9m	£3.9m	£4.1m
YoY%	(80)%	(69)%	(20)%	+12%	+14%	+14%

* Average weekly sales for Topps Tiles retail business (stores and online business)

Revenues for the 52 week period are expected to be in the region of £192 million (2019: £219 million). Retail like-for-like revenues in the 52 weeks were down by 12.5% when compared to the prior year (2019: +0.6%).

Respecto al sector mayorista sigue mejorando e incrementando cuota de mercado, posicionándose poco a poco para el largo plazo. A nivel de solidez de balance, la empresa sigue siendo una compañía tremendamente bien gestionada, con suficiente liquidez y sin problemas de endeudamiento. Mientras tanto, la cotización sigue dando bandazos como es natural en un entorno de tanta incertidumbre como éste, lo que es buena cosa para poder seguir sembrando de cara al futuro.

Hablemos ahora de la nueva incorporación que, más o menos os he comentado vía Telegram y whatsapp a los argonautas; la empresa es americana y la hemos adquirido a través de una estructura SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) que cotiza actualmente como TRINE Acquisitions - TRNE-, pero en este último trimestre del año se producirá la fusión entre ambas y pasará a cotizar con lo que es el nombre real de la empresa que, en estos momentos, no cotiza.. Su nombre es **DESKTOP METAL** y es una compañía centrada en la tecnología de impresión de metal en 3D, la única cotizada dedicada exclusivamente a la “manufactura aditiva” 2.0 (me hace gracia lo de “manufactura aditiva”, qué queréis... una bonita forma de describir la impresión a base de fases, láminas o granos; cosas de marketing, supongo). La conocí a través de un amigo de whatsapp- ¡gracias Ginés!- y creo que os gustará.

Desktop Metal produce la tecnología en 3D más rápida del mercado, hasta 100 veces más rápida que las tecnologías actuales de impresión 3D (*binder jetting* y *laser powder bed fusion*). Sus actuales accionistas de referencia, antes del acuerdo de cotización, y que van a mantener su participación en la misma incluyen los siguientes: Lux Capital, NEA, Kleiner Perkins, Ford Motor Company, Panasonic, Techtronic, BMW, GV (antes conocida como Google Ventures) y Koch Disruptive, con lo que puede ser uno de los mejores equipos de investigación y gestión de la industria, incluyendo tanto a Jeff Immlet quien fue CEO de General Electric, Ely Sachs quien inventó el proceso inicial en 1988 y pertenece al MIT (*Massachusetts Institute of Technology*), Paul Hoisington que inventó el proceso de impresión en 2D y expertos en metalurgia como Chris Schuh o Aminesh Bose. Entre todos cuentan en su haber con cientos de patentes, doctorados y cátedras... justo el tipo de personas que querrías tener a la hora de diseñar una fantástica impresora 3D de capacidad industrial.






















[02]

Our management team has industry expertise & proven success

 Steve Billow President efi	 Arjun Aggarwal VP Product & Bus. Dev. NEA Morgan Stanley	 Ric Fulop Co-founder, Chairman & CEO A123 SYSTEMS Onshape Dyn
 Elizabeth Linardos CFO DIGITAL LUMENS A123 SYSTEMS PEGA	 Paul Maloney VP Global Sales strataSYS SOLIDWORKS	 Jonah Myerberg Co-founder & CTO A123 SYSTEMS BOSE Shure & Hecker
 Mike Rubino EVP Corp. Dev. DIGITAL LUMENS A123 SYSTEMS	 Michael Hackney VP Software RAI.COMM DELL EMC Centra	 Ely Sachs Co-founder, MIT Prof. Mech Eng MIT Massachusetts Institute of Technology
 Meg Broderick VP & General Counsel Carbon Black. A123 SYSTEMS	 Tom Nogueira VP Operations A123 SYSTEMS 3E	 Chris Schuh Co-founder, Chair MIT DMSE MIT Massachusetts Institute of Technology
 Ilya Mirman CMO Onshape SOLIDWORKS	 Maor Ben David VP Customer Support strataSYS	 John Hart Co-founder, MIT Prof. Mech Eng MIT Massachusetts Institute of Technology
 Yet Ming Chang Co-founder, MIT Prof. DMSE MIT Massachusetts Institute of Technology	 12	

[02]

Board of directors with a history of creating category disruptors

 Ric Fulop Chairman & CEO, Desktop Metal	 Leo Hindery, Jr. Chairman & CEO, Trine Acquisition Corp.		
 Wen Hsieh General Partner, Kleiner Perkins	 Gary Johnson Chief Manufacturing Officer, Ford		
 Andy Wheeler General Partner, Google Ventures	 Jeff Immelt Venture Partner, NEA Fmr. CEO, GE		
 Bilal Zuberi General Partner, Lux Capital	 Byron Knight Managing Director, Koch Disruptive Technologies		
 Dayna Grayson General Partner, Construct Capital	 Steve Papa Founder & CEO, Parallel Wireless Chairman, Toast Founder & CEO, Endeca (acq. ORCL)		
 1. Represents Desktop Metal's current Board of Directors; Leo Hindery, Jr. to join Board of Directors upon completion of the transaction.		13	

En el periodo de 2006 a 2016, el mercado de la impresión 3D, básicamente centrado en la construcción de prototipos, ha crecido a ritmos del 20% anual... y en los últimos tres años hasta 2019 a ritmos del 25%. Y, dado que la capacidad tecnológica comienza a dar pasos hacia una producción más industrial- como en el *Production System* de Desktop Metal- con velocidades muy

superiores a las que permiten los diseños anteriores, se espera que ese ritmo se mantenga durante la próxima década para pasar de un volumen actual de \$12 mil millones en 2019 a \$146 mil millones en 2030. Es decir, la industria de la impresión en 3D se encuentra en estos momentos en lo que podríamos llamar un cambio de paradigma originado por el avance de la tecnología, de la que Desktop Metal lleva la delantera en su capacidad para dar servicio a las cadenas de fabricación industriales.

Additive manufacturing industry to grow 11x over next decade

Propelled by shift from prototyping to mass production of end use parts

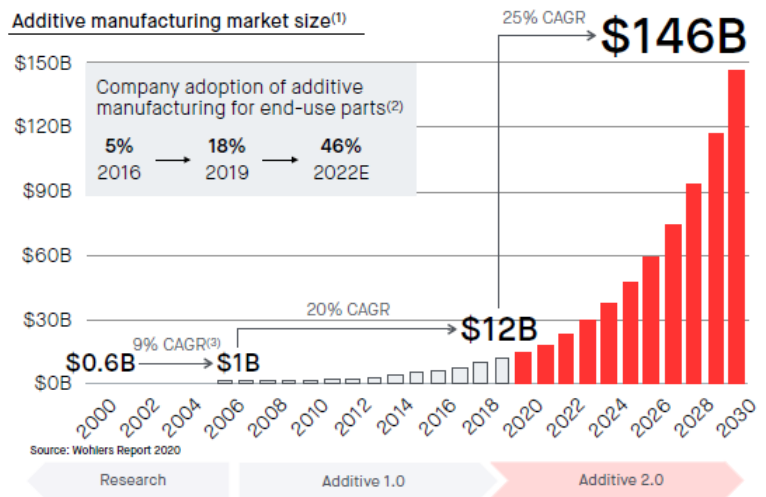
Evolution of the AM market

Additive 1.0

- Key players now off-patent, leaving them with minimal differentiation and commoditized technology
- Significant loss in market share to open source and low cost providers
- Have not participated in market growth due to focus on design and rapid prototyping

Additive 2.0

- Additive 2.0 innovation is being driven by VC-funded, emerging players across printers, materials and parts businesses
- New players are driving advances in speed, accuracy, material variety and build volume
- Focus on mass production and end-use parts is driving market growth



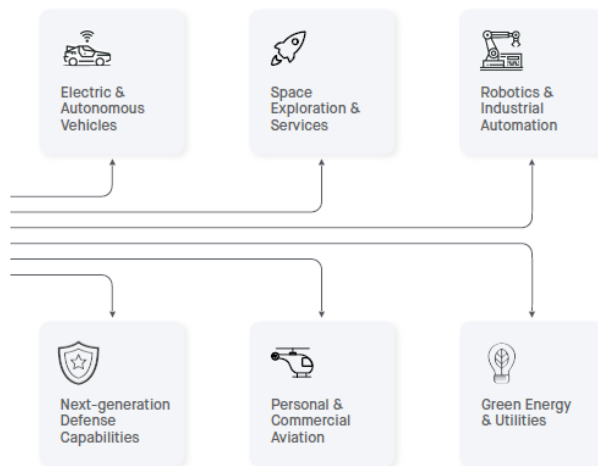
1. Source: Wohlers Report 2020 (2000 actuals - 2029 forecast); 2030 figure based on management calculations.
 2. Source: "3D printing: hype or game changer?" Ernst & Young Global Report 2019.
 3. Compound annual growth rate.

Este cambio de paradigma o, si lo preferís, la disrupción que está llegando al sector permitirá un avance tremendo en todos los sectores susceptibles de utilizar sus productos y servicios.

Additive enables the future...

Additive Manufacturing

facilitates more than a new approach to industrial production — it is a key enabler of the fourth industrial revolution that underpins revolutionary technologies driving global economic growth.



Las ventajas de la impresión 3D son realmente impresionantes, desde una capacidad de reciclaje muy superior a la fabricación tradicional, prácticamente cero deshechos, una muy superior eficiencia en el

uso de la materia prima, mayor ligereza en el producto final, capacidad de fabricar las piezas a demanda del cliente y cumpliendo todas sus especificaciones técnicas, un consumo de energía bajísimo, materiales mucho más resistentes que el acero, más ligeros que el aluminio y con capacidad para soportar temperaturas de hasta 250° C... por poner algunas. En especial, el sector automóvil es uno de los más interesados tanto en el sector como en la propia empresa...

Automotive is a key vertical for volume additive manufacturing

Desktop Metal position anchored by strategic investments from Ford and BMW

Selected automotive OEM customers



- Automotive is a major market for powder metallurgy (PM) parts today
- PM parts via conventional binder jetting and Single Pass Jetting™ enable assembly consolidation, lightweighting, increased cost efficiencies and advanced materials
- Desktop Metal has received strategic investments from Ford and BMW with a goal of accelerating the penetration of additive manufacturing in automotive
- Desktop Metal is well positioned to capture an outsized share of this segment relative to competitors

Desktop Metal

22

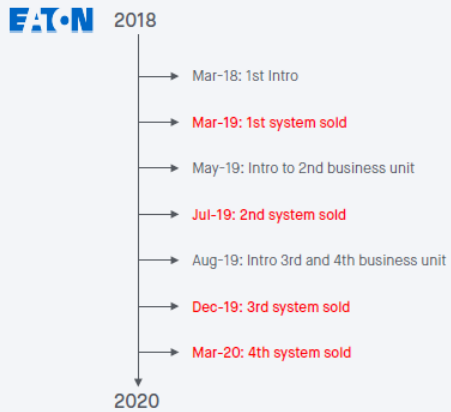
Pero no son los únicos, claro...

Blue chip customer base



Desktop Metal

Successful customers are driving expansion



23

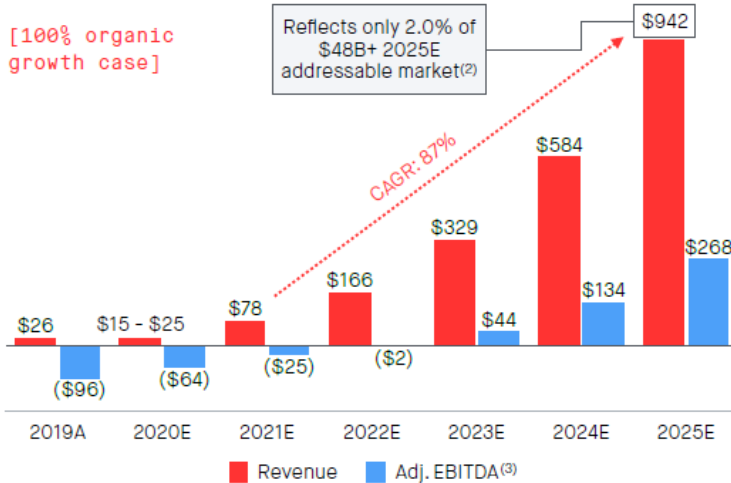
En resumen, Desktop Metal posee un equipo excepcional para el desarrollo de la nueva tecnología, que ya tienen y se empezará a distribuir en masa a partir del segundo semestre del año que viene (el modelo alto de la gama, *Production System*, que es el diseñado para la producción industrial), cuenta con inversores tanto financieros como industriales de primer nivel, el acuerdo con TRINE Acquisition le facilita contar desde el primer momento con un efectivo disponible para desarrollos y posibles operaciones corporativas de unos \$575 millones. Ofrece productos cien veces más rápidos y veinte veces más baratos que el sistema actual de impresión de metal en 3D (el SLS- *Selective Laser Sintering*) que permite cambiar estructuralmente el sector pasando de la fabricación principalmente

de prototipos o piezas de muy bajo volumen, al cambio realmente importante de la producción en masa a escala industrial.

Positioned for rapid growth over the next decade

Summary financials⁽¹⁾ (\$M)

[100% organic growth case]



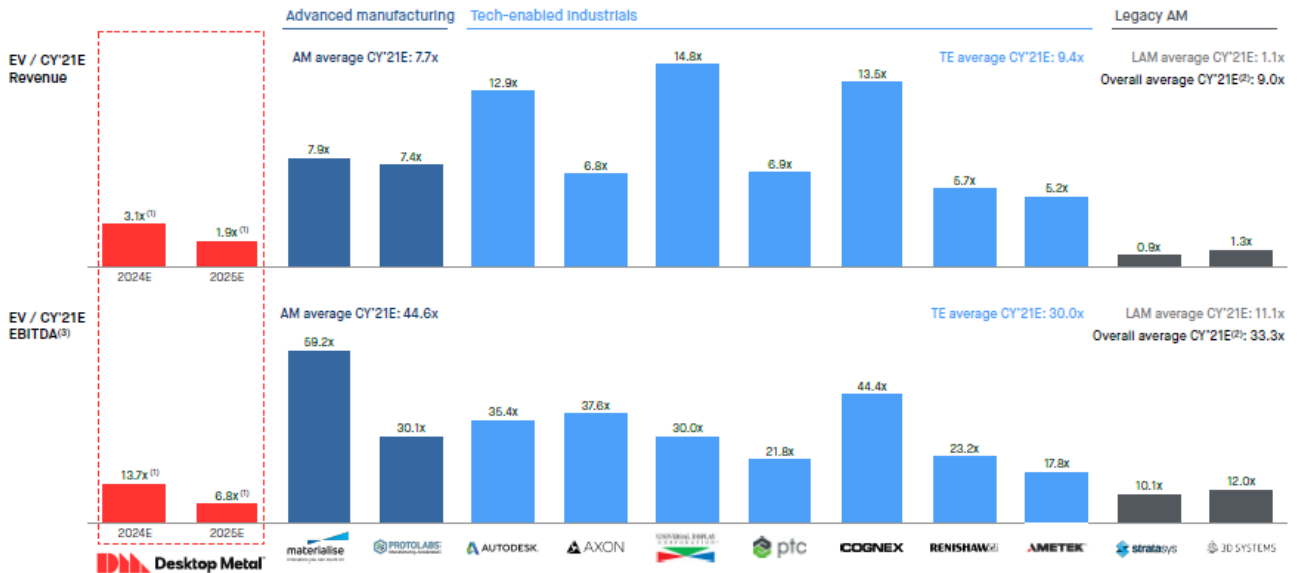
Key growth drivers & commentary

- Over 11x industry growth to \$146B in 2030⁽²⁾ driven by accelerating adoption of additive for mass production
- Expanding Desktop Metal product portfolio — shift to four products scheduled to ship by end of 2021
- New applications enabled by material development and introductions
- Growing system install base yields compounding consumables revenue
 - 25% of 2025E revenue from install base — consumables & services recurring revenue
- 90+ Production System™ reservations provide shipment visibility through the first half of 2024E⁽⁴⁾
- 30% MoM growth in Studio System™ &™ pipeline 2020 YTD (through June 30)
- Organic growth case fully funded — opportunity for upside through consolidation of material producers and parts providers

1. Presented financial data not inclusive of estimated public company-related costs of approximately \$6M per year.
 2. Source: Wohlers Report 2020 (2020 - 2029 forecast); 2030 figure based on management calculations.
 3. Adj. EBITDA defined as Operating Income (Loss) plus Depreciation and Amortization, adjusted for stock-based compensation. Please reference slide 39 "Reconciliation of non-GAAP financials" for additional information regarding the non-GAAP measures. 2020E Adj. EBITDA assumes high end of 2020E revenue range (\$15M - \$25M).
 4. Assumes 100% conversion of existing reservations to orders.



Select peers valuation benchmarking



1. Enterprise value based on 1.9x 2025E revenue.
 2. Overall average excludes Legacy AM players.
 3. Presented financial data not inclusive of estimated public company-related costs of approximately \$6M per year.
 4. Source: Desktop Metal projections based on management estimates; peer projections based on company filings and FactSet as of August 25, 2020.
 5. Peers are ordered in descending CY'19A - CY'21E revenue CAGR.



Y, además, barata. Recordemos que, tal y como indica la propia empresa, las reservas de más de 90 *Production System* ofrece una muy buena visibilidad de sus estimaciones hasta el año 2024, con lo que ello significa de visibilidad de la estimación de sus flujos de caja en el que se espera un crecimiento más que significativo en los próximos años, no tiene deuda, tiene efectivo para financiar su crecimiento- tanto orgánico como inorgánico- y, como vemos en la comparativa con sus

principales competidores, su valoración es realmente barata. En definitiva, una estupenda empresa para estar posicionados de cara a la nueva situación que la tecnología 3D está ya avanzando.

Varios

El nivel de liquidez actual es el 22,03% y 20 empresas. Contamos con unos 174 argonautas de toda España y unos 5.800.000 euros bajo gestión.

El valor liquidativo de este Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 54,32€, lo que supone adquirir las participaciones del Argos (recordad, a partir del 11 de Diciembre **Esfera I ARGOS**) con un significativo margen de seguridad. Por cierto, he preferido ajustar la rentabilidad al valor liquidativo anterior -para seguir con el histórico tradicional de largo plazo-, pero el valor liquidativo oficial del **Esfera I ARGOS** es diferente como podéis comprobar al ver vuestra posición.

Para aquellos de vosotros que tenéis curiosidad en ver cómo nos estamos comportando desde que estamos en el fondo actual, la comparativa con los índices- y siempre con dividendos brutos reinvertidos, obviamente- es la siguiente:

IBEX 35	IBEX35 con div	IGBM TOTAL	S&P500 div	Eurostoxx GR	ARGOS
-26,01%	-20,57%	-21,00%	26,63%	6,10%	-11,69%

Por cierto, algunos de vosotros me pedís información sobre cómo daros de alta en el nuevo fondo en Andbank/MyInvestor; hasta que no me faciliten un enlace para poderos dar de alta ligados a mí, es preferible que contactéis conmigo en la dirección de correo electrónico que tenéis abajo.

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 VALUE FUND
 argoscapital@hotmail.com



	Ibex35	Ibex35 con div	IGBM Total	S&P500 div	EuroStoxx50 div GR	ARGOS
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	-14,97%	-11,51%	-11,51%	-4,38%	-9,58%	-6,25%
Año 2019	11,82%	16,57%	15,55%	31,49%	28,21%	12,22%
Año 2020	-29,66%	-27,97%	-28,11%	5,84%	-12,13%	-19,41%

Anualizada*	-3,99%	0,60%	0,94%	13,04%	4,79%	2,06%
Diferencia	6,05%	1,45%	1,12%	-10,98%	-2,73%	

* Incluye desde el 16-12-2010

Desde el 21-1-2011						
Anualizada	-4,81%	-0,29%	0,02%	12,79%	4,36%	2,09%
Diferencia	6,90%	2,38%	2,07%	-10,70%	-2,27%	

