

ARGOS

VALUE FUND

CARTA A LOS ARGONAUTAS- JUNIO 2020

León a 1 de Junio 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 31 de Mayo el valor liquidativo- histórico- es de 11,934662€ (o, en liquidativo del ESFERA I ARGOS: 85,995954€) lo que deja la rentabilidad histórica en **+19,35%** y en lo que va de año en **-21,21%**. El mes de Mayo ha sido ligeramente positivo para los mercados y similar para el Argos, **pero debemos, por encima de todo, lamentar los más de 39.000 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	ARGOS ARCA GLOBAL A
De inicio a 31-05-2020	-29.11%	+10.53%	+13.38%	+198.33%	+56.18%	+19.35%

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 ARCA GLOBAL A
De inicio a 31-05-2020	70.891,98	110.533,90	113.381,92	298.333,96	156.176,87	119.346,62

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

COMENTARIO GENERAL

“Algunas críticas se centran en la enorme penuria económica que ya está causando. En efecto, aunque el gobierno crea que la economía es como un coche que se puede parar y arrancar de nuevo sin problema, no es así. En realidad, la economía se parece más a un sistema biológico que a una máquina, por lo que la privación brutal de actividad puede asimilarse a la anoxia, la falta casi total de oxígeno que conduce rápidamente a un deterioro orgánico irreversible: con igual celeridad, el parón económico produce un daño permanente e irreparable. Sin embargo, los mismos que no comprendieron el error de una semana de retraso en combatir la epidemia no comprenden el error de retrasar la vuelta a la normalidad: en una semana se perderán empleos que no se recuperarán, quizá, hasta dentro de una década. O quizá sí lo comprenden, en cuyo caso pretenden crear una sociedad empobrecida dependiente de la limosna de la casta gobernante. La llaman, creo, “renta mínima vital” (vital para mantener el poder, se sobreentiende).”

*Fernando del Pino Calvo-Sotelo
El confinamiento como experimento totalitario- 20 Mayo 2020*

“Marshall Weinberg, uno de los estudiantes de la clase de Ben Graham decía que la mayor lección que aprendió de esa clase era el pensar a largo plazo: ‘Una frase cambió mi vida... Ben Graham abrió el curso diciendo: «Si queréis hacer dinero en Wall Street debéis tener la actitud adecuada. Nadie lo expresa mejor que Espinoza el filósofo». Cuando dijo aquello, casi salté de mi asiento. ¿Qué? De pronto miré de nuevo y dijo, y recuerdo exactamente lo que dijo: «Espinoza dijo que debíais mirar a las cosas en el campo de la eternidad». Y eso fue lo que me enganchó a Ben Graham`.

Aquí estaba el padre del value investing enseñando a sus alumnos el valor del pensar a largo plazo y eso en términos de eternidad. Ahora, casi siete décadas después, estaríamos dando un verdadero homenaje a Graham si pudiéramos ver la inversión a través de lentes de gran angular, haciendo zoom, tomando una perspectiva de muy largo plazo, y buscando una larga y sostenida pendiente alcista en nuestras acciones en vez de estar preocupados por la volatilidad de sus precios a corto plazo. Esto puede no ayudarnos a eliminar todos los errores que cometamos como inversores, pero puede darnos la herramienta para tratar a nuestras inversiones y carteras un poco mejor.”

Surviving the investment game, pág 51- December 2018

“En la inversión, decir: ‘Seré codicioso cuando los demás sean temerosos` es más fácil de decir que de hacer, porque la gente subestima cuánto pueden cambiar sus objetivos y planteamientos cuando los mercados se desploman. La razón de que puedas asumir ideas y objetivos que una vez pensaste eran inconcebibles durante un desplome es porque cambian más cosas durante ese desplome que sólo los precios de los activos. Si yo, hoy, imaginara como respondería a una caída del 30% en las acciones, yo supondría un mundo donde todo es como 2019 excepto los precios de las acciones que son un 30% más baratas.

Pero no es así como funciona el mundo. Los desplomes no ocurren aislados. La razón de que las acciones puedan caer un 30% es porque grandes grupos de personas, empresas y políticos la fastidieron, y el que fastidien las cosas puede enfriar mi confianza en nuestra capacidad para recobrarnos. Por tanto mis prioridades de inversión pueden cambiar del crecimiento a la preservación. Es difícil contextualizar este cambio cuando la economía está boyante. Por eso tanta gente dice que serán codiciosos cuando los demás sean temerosos de los que realmente lo cumplen. La misma idea es cierta para empresas, carreras profesionales y relaciones. Los tiempos difíciles hacen que las gentes hagan y piensen cosas que nunca hubieran imaginado cuando las cosas estaban en calma.”

Five lessons from History- Morgan Housel- May 9, 2020

“No importan los tipos de interés de hoy: el efectivo es más valioso durante los cracs de mercado, desplomes y pánicos- cuando prácticamente nadie tiene efectivo. Pregúntale a

cualquiera con un capital disponible en el banco cómo se siente con ello`, escribió Merryn Somerset Web (Cash Gives the Private Investor an Edge, The Financial Times, 24 May 2013),

‘y ellos responderán que se sienten culpables de que no esté trabajando para ellos. Pero la verdad... es que ser capaz de sentarse sobre el efectivo- sin tener que poner notas sarcásticas por no ser remunerados por ello- es aun un factor más que da al inversor inteligente una ventaja respecto al inversor institucional....

La clave para esto es pensar que el efectivo ofrece lo que a los economistas les gusta llamar opcionalidad. Ciertamente, no ha sido una cosa agradable mantener efectivo mientras los mercados se disparan y alcanzan máximos (y los tipos de interés se han desplomado). Pero las grandes fortunas no descansan en tener lo que otros tienen en lo alto del mercado. Descansan en ser capaces de comprar lo que otras personas no pueden permitirse en el fondo del mercado. [negritas añadidas]

Chris Leithner, Nov 2019 Letter, pág. 17-18

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 puesto 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 39.836 fallecidos oficialmente debido al COVID-19 (sumando las cifras de Madrid y Cataluña). 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... y uno de vosotros sabe de lo que hablo pues ha perdido a su padre en esta crisis. Eduardo, ... ya sabes que estoy contigo. Es doloroso escribir sobre mercados cuando tenemos encima casi 40.000 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 Mayo ha sido, como sabéis, ligeramente positivo para los mercados y muchos inversores se sienten aliviados al ver que los mínimos de Marzo se han seguido dejando atrás e incluso los índices bursátiles americanos se encuentran, casi, a niveles de primeros de año. De hecho la sensación comienza a parecer eufórica de nuevo; me recuerda a un fragmento del fabuloso sketch del programa de John Bird y John Fortune, *The Last Laugh*, en su grandioso resumen sobre la crisis subprime, cuando citando a empresas reales del sector financiero, tras unos días en que se había desplomado el cielo sobre las cabezas del mercado bursátil y no se veía nada más que llanto y crujir de dientes, otra firma de análisis- ABM- AmroMorgan- lanzaba el optimista mensaje que cita John Bird en la imagen que os copio donde interpreta a un banquero de inversión, el ya famoso aunque ficticio “George Parr” , perdonad la mala calidad del pantallazo pero quería poner precisamente esa frase que resume la falta de memoria colectiva que hay en los mercados donde sólo interesa el hoy:



Fuente: https://www.youtube.com/watch?time_continue=5&v=pFmYIFk5i1Q&feature=emb_title

Os recomiendo que si no lo habéis escuchado anteriormente lo hagáis. Aunque se refiere básicamente a aquellos años concretos (2008-2009), es perfectamente válido para comprender el cinismo que existe en el sistema financiero... sus lecciones, aunque llenas de humor e ironía, son correctas y os serán muy útiles en el futuro. Es uno de los vídeos que debieran ponerse a todos los estudiantes de cualquier nivel a partir de primero de la ESO... y visitarlo de nuevo cada año, por si acaso. Los argonautas, de quienes tengo vuestro whatsapp o, cada vez más, Telegram (a donde me estoy moviendo poco a poco debido al comportamiento que está teniendo whatsapp en esta situación de estado de alarma), sabéis que mi planteamiento es diferente... y comprobaréis con las citas iniciales que no estamos solos en este parecer.

Como os comenté a los argonautas a través de Telegram a lo largo del mes, estamos en un proceso de disfrute de las subidas que el mercado está teniendo en estos momentos, no siempre será así, y que había empezado a deshacer alguna posición con vistas a invertir de nuevo en una empresa que en su día ya tuvimos y nos fue muy bien... aunque nos hubiera ido mejor de no habernos salido de ella. Estas cosas, estos errores pasan continuamente y no es fácil evitarlos. Y aún con ellos y todo, el *value investing* permite seguir aportando valor a los inversores... si hasta Graham y Buffett cometen errores, no vamos a tener la soberbia y estupidez de que nosotros vamos a quedar limpios de ellos.

Le pedí autorización a Fernando del Pino para incluíros ese párrafo que es la primera cita del inicio y él, amablemente como en otras ocasiones, me ha honrado con su atención y apoyo. Fernando, muchísimas gracias. Aunque la cita no es exclusivamente de inversión (y desde luego os recomiendo encarecidamente que le sigáis en su página web: <http://www.fpcs.es>) sí es lo suficientemente importante y significativa de algo que hemos comentado en ocasiones anteriores. Ciertamente lo más trágico resulta ser el aspecto que la pandemia ha tenido sobre la vida de cientos de miles de personas en todo el mundo, pero a la vez no podemos olvidar la importancia que las medidas tomadas tienen para la economía... pues la economía, como bien dice Fernando, no es una máquina sino que se parece más bien a un sistema biológico, a un sistema vivo y éste necesita de un mínimo de actividad para seguir funcionando. Nos guste o no... y las decisiones políticas afectan a esa actividad y, con

ello, a la capacidad para mantener el nivel de vida que conocíamos. Esas decisiones pueden ayudar o entorpecer el desenlace, el resultado de esta situación y aunque hay países cuyas decisiones les han permitido evitar en gran medida el sufrimiento humano y han logrado sostener a sus economías, otros países no están consiguiendo ni lo uno ni lo otro. Y como dice Fernando, desgraciadamente, parece que a nosotros nos toca estar en este último lugar.

Es trágico y terriblemente triste leer noticias en las que se relata que un autónomo, dueño de una cafetería en Sevilla, por ejemplo, se ha suicidado debido a la situación de parón y no poder afrontar el futuro. ¿Cuál ha debido ser el grado de depresión, de insolidaridad que haya podido sentir, de no encontrar salida para él y su familia que le haya llevado a tomar esa terrible decisión? Una persona que, quizás hace tan sólo tres o cuatro meses, podía plantearse su día a día y su futuro y el de su familia sabiendo que, sencillamente, sólo tenía que levantarse cada día y trabajar. Como él habrá, seguro, decenas de miles y deseo que nadie más se sienta tan desamparado como para tomar una decisión semejante. No dejemos solos a quienes ahora lo están pasando mal... en lo posible, ayudémosles a recordar que no están solos. Todos somos una gran familia, no a todos nos va igual de bien y todos tenemos nuestros propios problemas... pero, ¿cuándo vamos a mostrar aquello que nos hace *humanos*? Es, una vez más, el recuerdo de la ley natural: haz el Bien, evita el Mal.

La situación económica dependerá de muchas decisiones y circunstancias que, como siempre, no podemos prever. Podemos hacer estimaciones, plantear escenarios y demás... pero poco más. Recuperar una situación normal dependerá de circunstancias que hoy desconocemos, la más importante, desde luego, es la aparición de una vacuna que funcione contra el virus. Y de momento aún no hay nada, simplemente algunos avances. Hasta ahora tenemos que recordar que el primer trimestre ha afectado muy poco a la principal economía y mercado del mundo, EEUU, y que es en este segundo trimestre donde veremos realmente el daño que está causando la situación de confinamiento. En el primer trimestre, EEUU ha tenido una caída del PIB del -1.2%... mientras el PIB español ha caído un -5.2%. En este segundo trimestre, donde los efectos del confinamiento y parón económico se han notado más- en especial en España- los datos, evidentemente, deberían ser bastante peores. Recordemos que el primer trimestre sólo tuvo un mes realmente afectado: Marzo. Ya veremos los datos oficiales, pero me resultaría sorprendente ver que los datos no reflejan dicho parón económico... y creo que no soy el único.

De ahí que la segunda cita, pensar en la eternidad, tenga su sentido a la hora de plantearnos el mundo de la inversión. En Marzo parecía que todo se caía sin remedio y que no quedaba más que ver desplomes continuados. Sin saber qué traería Abril o Mayo y, pensando, que lo que traerían no podría ser especialmente bueno a nivel de la economía real- como creo que así está siendo- decidimos aprovechar aquellos precios para deshacernos de algunas empresas, incrementar en algunas que ya estaban en cartera e incorporar algunas nuevas. Cuando digo que no podíamos saber qué nos depararía el corto plazo, me refiero precisamente a eso: no había forma de saber que dos meses después íbamos a ver subidas de más del 20% en muchas de nuestras empresas- otras, evidentemente no tanto.

Pero estamos hablando de dos meses... y, la verdad, eso queda muy lejos del consejo de Graham de seguir a Espinoza y pensar en la eternidad o en el largo plazo. Hemos sembrado para el largo plazo, pero dos meses no se acercan a dicho concepto ni en el más laxo sentido de la palabra. Sí, llevamos dos meses de recuperación de los mercados que, de momento, no están haciendo caso del mundo real (una vez más) y sólo ven lo que quieren ver: los bancos centrales están inyectando dinero y los políticos están facilitando la salida del confinamiento (me refiero a EEUU... aquí, bueno, digamos

que tenemos otra batalla diferente) con vistas a retomar la actividad económica. Pero incluso de esa forma- y lo vemos también en España- una cosa es que te dejen abrir y otra que puedas permitirte lo que sea la situación anterior como si nada hubiera pasado. Y sí ha pasado. Vemos que la tendencia al teletrabajo parece evidente, quizás no en el mismo nivel que durante el confinamiento, pero sí será un hecho que en el futuro veremos más trabajadores realizando sus labores desde casa y ello tendrá puntos favorables y otros negativos, tanto para la empresa como para el empleado. Pero desde luego procederá a hacer menos importante la presencia física en las oficinas... dando pie a una reducción de la necesidad de demanda de las mismas tal y como estábamos acostumbrados. Por eso, algunos sectores pueden verse más afectados que otros en el medio plazo... ya lo hemos visto en el corto plazo con el sector turístico u otros. Es posible que en el largo plazo, entre el crecimiento demográfico y la creación de nuevas empresas así como un retorno a la normalidad (somos seres humanos, esto es, somos seres sociales... simplemente nos gusta estar con la gente) haga que pueda volver a crecer la demanda de espacios equivalentes a los que actualmente precisa una empresa... pero el teletrabajo seguirá. Y desde luego, en el medio plazo no creo que la demanda vaya a ser muy sólida. Y, por otro lado, recordad que la situación económica antes del COVID-19 no era precisamente la mejor posible.

Hay circunstancias en las que podemos pensar que “tenemos un contrato de alquiler a largo plazo”... sí, es cierto. Pero el que dicho contrato se honre dependerá de la propia capacidad de la empresa inquilina de afrontar ese coste o de si le es preferible asumir el coste de rescisión y renegociar otro contrato. La empresa que teníamos en EEUU de centros comerciales, Seritage, y que vendimos hace un par de meses a casi \$27 cotizan hoy a \$7.87. No soy ningún adivino, evidentemente, pero refleja claramente a qué me estoy refiriendo.

Respecto a la tercera cita y la capacidad de hacer lo que decimos cuando llega el momento, es de todo punto aplicable a la situación que estamos viviendo. El momento fue Marzo, no ahora en concreto. Aunque siempre existen posibilidades y nuevas operaciones que se puedan llevar a cabo, hay circunstancias en el mercado en el que podemos decir que “ése” fue un buen momento... citando a Howard Marks no podríamos o no deberíamos decir que ése fue “el” momento, sino simplemente que fue un buen momento... y lo aprovechamos: fuimos codiciosos cuando los demás fueron temerosos. Pero hemos de verlo en su justo término. Si el mercado avisara, si lanzara una señal igual que el arco iris que Dios puso en la tierra para advertirle a Noé que no volvería a haber otro Diluvio Universal, entonces las cosas serían más sencillas. Y también menos divertidas. Pero no hay tal señal, el mercado no avisa, no dice: “ahora chicos, ahora ya podéis comprar que ya no voy a caer más”... y no lo hace porque el mercado somos todos, y dentro de ese todos hay mucha gente que no cree que pensar, que calcular lo que valen las cosas sirva de algo. En la historia que cuenta Seth Klarman en su libro *Margin of Safety* (HarperBusiness, 1991), no son sardinas para comer, son sardinas para negociar. En el mercado, casi todo el mundo piensa que las acciones son para negociar, no para ser parte de una empresa real, que hace cosas reales. Y así pasan las cosas que pasan.

Como os explicaré más adelante, que los precios actuales no sean tan buenos como los de Marzo no supone que ahora no se pueda o no se deba invertir; no es esa la cuestión. En líneas generales podríamos decir que siempre hay posibilidad de invertir... otra cosa es que, teniendo en cuenta el resto de circunstancias que pueden influirnos, debamos hacerlo siempre. No es así. Por un lado y dado que el Argos está construido tratando de tener la mayor flexibilidad posible siguiendo el ejemplo del *partnership* de Buffett, podemos estar invertidos o estar totalmente en liquidez, podemos tener muchas o pocas acciones- generalmente serán “pocas”- podemos tener bonos o ninguno, podemos estar más concentrados en un determinado sector o en otro, podemos operar cada mes o no

hacerlo en varios... no es ese tipo de planteamientos los que nos van a llevar adelante. La inversión implica adaptarse, y las circunstancias (de mercado, de los argonautas, de la gestora, de la política, de ...) varían y por ello cuanto más flexibles seamos en cómo nos comportamos a la hora de invertir y gestionar el dinero de los argonautas, mejor. Al fin y al cabo son “reyes, príncipes y héroes” ... no merecen menos.

De la misma forma con el índice de referencia. A veces resulta gracioso ver el empeño que tienen algunos en que “el índice debe reflejar tu cartera”, cuando se supone que los inversores *value* si se caracterizan por algo es, entre otras cosas, porque sus carteras se suelen parecer poco a ningún índice. Y es lo lógico. Se supone que se nos paga por pensar, por decidir por nuestra cuenta en qué tipo de acciones o de activos queremos tener invertido el dinero que se nos ha confiado, y ello implica que, con casi toda seguridad, nuestra cartera se parecerá poco o casi nada a la del índice. Para tener un índice es mejor comprarse un fondo indexado, que los hay muy buenos... y por buenos me refiero a “baratos”, no a que unos estén mejor “gestionados” que otros. Cuanto más barato sea el fondo índice, más cerca está la rentabilidad que ofrece a sus partícipes de la que consigue su mercado... pero nada más. Para más detalle sobre el tema de los índices y por no repetirme nuevamente, os recomiendo repasar la Carta de Noviembre 2015.























La última cita de Leithner es, como siempre, acertada. La liquidez es más importante precisamente cuando es más necesaria, que suele ser en los peores momentos. Nuestra intención de siempre de mantener una posición de liquidez relativamente alta está basada en ese concepto de opcionalidad y en el ejemplo de grandes inversores como Buffett y Klarman, por citar a dos. Nuestra cartera, al igual que escribió Buffett a sus inversores cuando les explicaba el *partnership* no se va a parecer mucho a ningún índice y aunque siempre os incluya la evolución de esos que tenemos en la primera y última página de la Carta, sabéis el porqué el que tenemos en mente es el Ibex35 con dividendos brutos reinvertidos, al que le estamos batiendo desde el inicio real de comenzar las operaciones en aquél no muy lejano, aunque lo parezca, 21 de Enero de 2011. En esto y pese a los errores que he cometido y a los que, desgraciadamente, cometeré el haber tenido una posición media de liquidez del 30% no nos ha hecho excesivo daño. No hay forma de saber qué deparará el futuro, pero espero que al cabo de otros diez años sigamos batiendo al mercado con dividendos brutos reinvertidos.

Y recordad siempre algo que hemos comentado anteriormente; la selección del Ibex35 con dividendos (o la del índice que sea para cualquier otra persona) ha de hacerse *antes* de empezar a gestionar. Seleccionarlo cuando han pasado unos años no queda muy bonito. En el largo plazo es de suponer que todos los índices de bolsa obtengan rentabilidades nominales más o menos convergentes, pero evidentemente puede haber periodos relativamente largos en los que, como estamos viendo, la diferencia entre unos y otros sea sustancial. Pero como les comenté una vez a unos amigos de un grupo de whatsapp, incluso el S&P500 ha tenido periodos de 17 años de quedarse plano. No siempre ha tenido las rentabilidades medias que estamos viendo desde 2009, ayudado entre otras cosas por el efecto de la banca central.

En este sentido y como os he dicho siempre no tenemos miedo a comprar cuando, como en Marzo, parece que todo se derrumba a nuestro alrededor pero tampoco tenemos excesiva prisa en quedarnos sin liquidez porque siempre surgen oportunidades más adelante que merece la pena aprovechar y, la verdad, es preferible utilizar la liquidez que no tener que deshacer una posición en pérdidas para usarla en otra empresa que te gusta más. A veces no queda más remedio y así lo hemos hecho, pero la otra opción es mejor en todos los aspectos. Si los tipos de interés estuvieran más altos, posiblemente parte de esa liquidez la tendríamos en algún bono que nos ofreciera una mayor

rentabilidad y una seguridad equivalente... pero no es el caso y hemos de jugar con las cartas que se nos ofrecen. En este caso, tipos negativos o cero.

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

 FER	8,14%	 BOSTON OMAHA	3,09%
 INDITEX	5,26%	 CAMBRIA Automobiles plc	3,06%
 THE GYM GROUP	5,15%	 TEEKAY CORPORATION	2,89%
 MITTAL	5,11%	 LVMH	2,63%
 HERMLE AG	4,99%	 TOPPS TILES	2,53%
 JOST WERKE AG	4,49%	 GRAFTECH International	2,37%
 BERKSHIRE HATHAWAY - A	4,39%	 COFINIMMO SICAFI	2,14%
 BREMBO	4,26%	 CLARUS	1,99%
 KORN FERRY	3,58%	 IPCO	1,29%
 RENAULT	3,54%	 TOTAL LIQUEDEZ	22,62%
 EXOR	3,39%		
 AUSDRILL	3,12%		

Algunas Operaciones

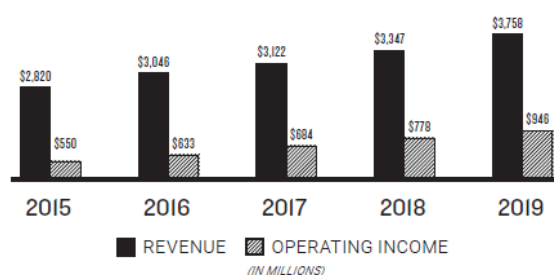
A lo largo de este mes procedimos a deshacer la posición que teníamos en **ADLBionatur**; realmente era una posición muy pequeña y sencillamente, aunque pienso que la empresa vale más de su cotización actual, es cierto que considero que daremos un mejor uso a ese dinero en otra empresa. No ha habido grandes problemas a la hora de deshacer la posición, pese a ser una empresa que tenía poca liquidez en su mercado, el MAB, pero aun así le veía poco sentido a mantenerla en cartera en una situación como la actual.

Respecto a **Topps Tiles**, nuestra empresa en Reino Unido del sector de las baldosas y cerámicas, ha anunciado la operación de venta y leasing de su sede central. Ello le ha supuesto un beneficio contable respecto al precio que figuraba en balance. El motivo principal es asegurarse, en estos momentos, un extra de liquidez disponible para afrontar cualquier situación que pudiera venir. Creo que ha sido una operación eficaz para resaltar parte del valor oculto que tiene la empresa y, por otro lado, fortalece su situación financiera... que ya era de por si buena.

En los últimos días del mes, **BostonOmaha** ha anunciado una nueva ampliación con vistas a financiar el crecimiento de la nueva división de fibra rural y facilitar su expansión, además de seguir manteniendo la inversión y expansión en la división principal de los carteles anunciadores (*billboards*). A los dos ejecutivos de BostonOmaha les gusta tener una estructura de capital muy, muy prudente... de ahí que cada cierto tiempo, en previsión de nuevas inversiones, se decidan a

realizar una ampliación de capital aunque cuenten con suficiente liquidez... pero, igual que otro que conocemos bien, prefieren no tener que verse apurados posteriormente a realizar una ampliación en condiciones menos ventajosas para la empresa.

Vayamos ahora con la nueva incorporación a la cartera que, como los argonautas originales ya conocen, ya la disfrutamos en su momento: **GARMIN**. En 2019 celebró su 30 aniversario... una historia, no excesivamente larga aún, pero ya significativa y llena de éxitos. Los siguientes 30 no parece que vayan a ser muy diferentes en cuanto a los éxitos de la empresa en su sector. Desde sus inicios como una compañía con un único producto, se ha consolidado como una empresa global con varias divisiones. En especial resalta su segmento de aviación donde, enfocándose en lo que de veras importa, ha logrado por decimosexta vez consecutiva el premio de *Aviation International News* como mejor empresa en su apoyo al cliente. Ahí es donde una empresa debe poner su atención, ahí es donde se genera el valor que permite que éste se vaya incrementando con el paso del tiempo.



CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME DATA:

	YEARS ENDED*				
	2015	2016	2017	2018	2019
	(IN THOUSANDS, EXCEPT PER SHARE DATA)				
REVENUE	\$ 2,820,270	\$ 3,045,797	\$ 3,121,560	\$ 3,347,444	\$ 3,757,505
GROSS PROFIT	1,538,704	1,688,525	1,797,941	1,979,719	2,233,976
OPERATING INCOME	549,581	632,864	683,637	778,343	945,586
NET INCOME ²	456,227	517,724	709,007	694,080	952,486
NET INCOME PER SHARE:					
DILUTED	\$ 2.39	\$ 2.73	\$ 3.76	\$ 3.66	\$ 4.99
WEIGHTED AVERAGE COMMON SHARES OUTSTANDING:					
DILUTED	191,107	189,343	188,732	189,734	190,899
DIVIDENDS DECLARED PER SHARE ³	\$ 2.04	\$ 2.04	\$ 2.04	\$ 2.12	\$ 2.28

BALANCE SHEET DATA (AT END OF PERIOD):

CASH, CASH EQUIVALENTS AND MARKETABLE SECURITIES	\$ 2,391,618	\$ 2,327,120	\$ 2,313,208	\$ 2,714,844	\$ 2,609,505
TOTAL ASSETS	4,478,529	4,484,549	4,948,289	5,382,858	6,166,799
TOTAL DEBT	-	-	-	-	-
TOTAL STOCKHOLDERS' EQUITY	3,373,734	3,453,259	3,852,419	4,162,974	4,793,496

Y, lógicamente este esfuerzo innovador, de centrarse en hacer las cosas que saben hacer bien, en tratar al consumidor como aquél que ha de valorar si la empresa aporta o no valor, termina teniendo su reflejo en las cifras. Nada de deuda, dinero a espuestas en el balance lo que le permite pagar un generoso dividendo (del orden del 2.7% en estos momentos y creciente) y no depender de financiación externa y unos márgenes apabullantes que han ido creciendo, como podéis observar por la tabla de los últimos cinco años, del orden del 16% al 25% de beneficio neto sobre ventas.

Algo que ha logrado, insisto, sin recurrir a endeudamiento y básicamente haciendo las cosas bien... una de ellas, la calidad de su inversión en tecnología e innovación de nuevos productos; uno de ellos- segmento *outdoor*- que ha sido uno de los que mayor visibilidad está teniendo y que complementa

perfectamente al resto de las divisiones... y que nos complementa en ese mismo segmento, con variaciones obviamente, a otra de nuestras inversiones: CLARUS Corp.

En la evolución en este inicio de año, su primer trimestre mostraba una evolución igual de estupenda:

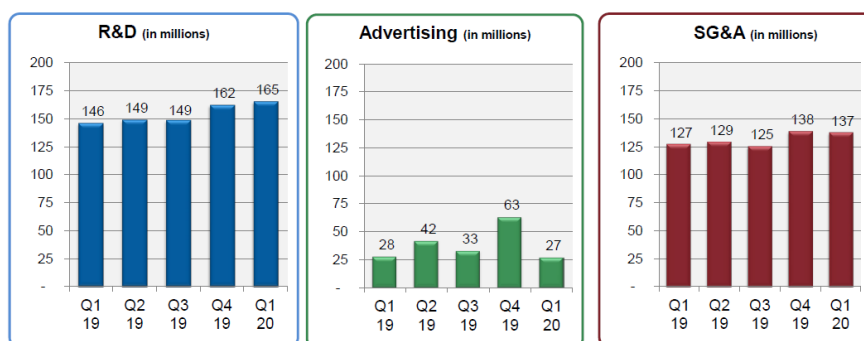
	13-Weeks Ended			Yr over Yr Change
	March 28, 2020	March 30, 2019		
(in thousands, except per share data)				
Net sales	\$ 856,108	\$ 766,050		12%
Fitness	223,601	180,256		24%
Marine	163,005	133,968		22%
Outdoor	175,102	154,051		14%
Aviation	188,599	170,776		10%
Auto	105,801	126,999		(17)%
Gross margin %	59.2%	59.0%		
Operating income %	20.7%	19.8%		
GAAP diluted EPS	\$ 0.84	\$ 0.74		14%
Pro forma diluted EPS ⁽¹⁾	\$ 0.91	\$ 0.73		25%

(1) See attached Non-GAAP Financial Information for discussion and reconciliation of non-GAAP financial measures, including pro forma diluted EPS

Ahí vemos que las divisiones de *fitness* y *outdoor* representan ya un porcentaje importante de las ventas y junto con la división marítima están teniendo los mayores ritmos de crecimientos. Es obvio que en una situación de parón económico, donde a la gente se le ha prohibido salir de sus casas incluso para hacer deporte en solitario, hay sectores que se ven más o menos afectados y, posiblemente, sea en este segundo trimestre cuando veamos algo más de esos efectos sobre las cuentas de GARMIN... pero sin embargo, ello no cambia la fortaleza de negocio y la ventaja competitiva que la empresa está construyendo desde hace más de 30 años.

El segmento que se ha visto más afectado ha sido, como podéis observar, el relacionado con el automóvil... algo lógico cuando todo el sector en general está de capa caída y en un proceso de ajuste y reestructuración. Si además te encierran en casa, no se van a comprar muchos coches ni a instalar muchos sistemas de navegación nuevos. Aquí es donde tenemos que pensar, quizás no en la eternidad, pero sí en el largo plazo. La gente seguirá queriendo conducir, sea en coches o en moto, querrán seguir disfrutando de la libertad que tener tu propio medio de transporte ofrece... el sector retornará a una situación más razonable y las ventas le seguirán.

Operating Expenses



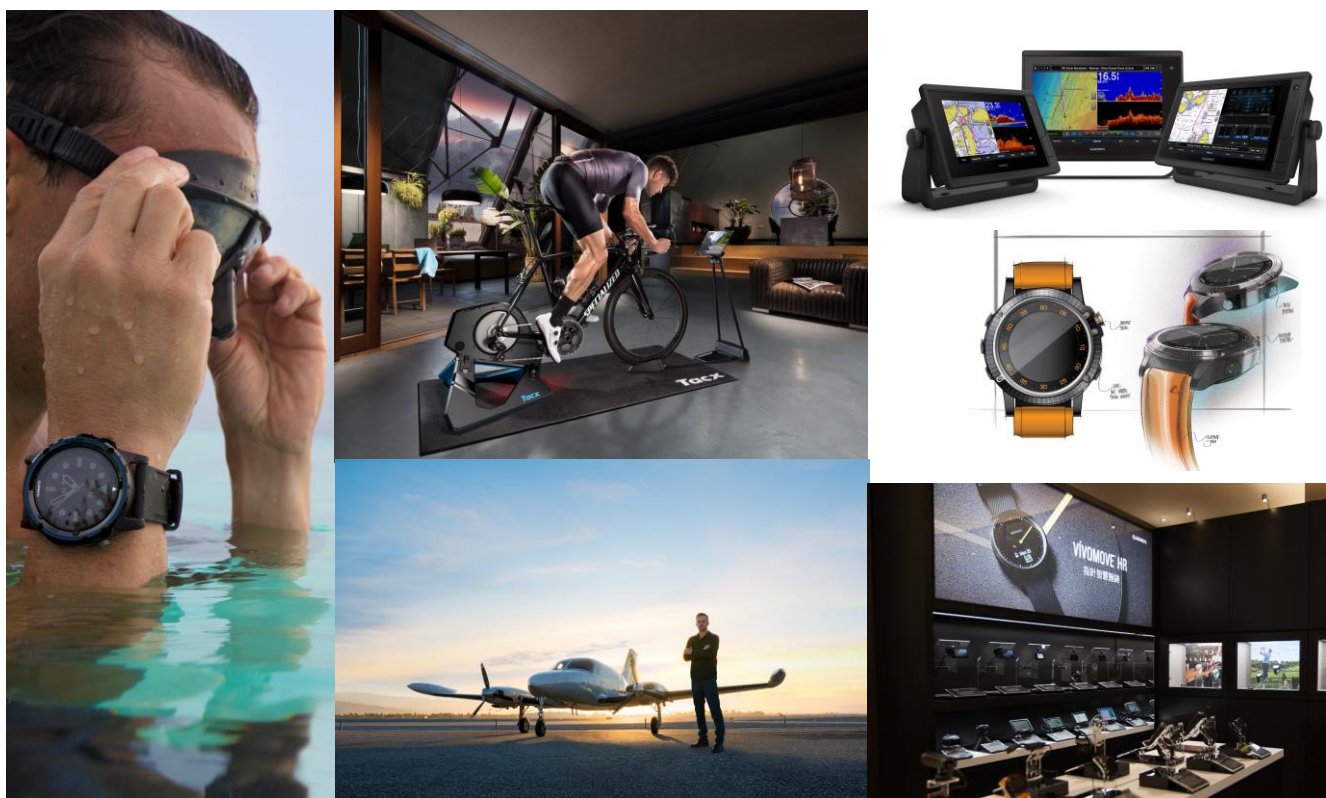
Su generación de caja... es también más que jugosa:

Garmin Ltd. And Subsidiaries
Free Cash Flow
(In thousands)

	13-Weeks Ended	
	March 28, 2020	March 30, 2019
Net cash provided by operating activities	\$ 225,874	\$ 164,582
Less: purchases of property and equipment	(41,361)	(30,094)
Free Cash Flow	<u>\$ 184,513</u>	<u>\$ 134,488</u>

En resumen, una empresa que está a un precio más que atractivo, con suficiente margen de seguridad, con ventaja competitiva y creciente, con un equipo gestor de confianza, con una situación financiera envidiable y con unos márgenes de rentabilidad que reflejan la calidad y lo atractiva que resulta la empresa y sus productos y servicios a los consumidores... con todos ustedes:


GARMIN®



Varios

El nivel de liquidez actual es el 22,62% y 21 empresas. Contamos con unos 180 argonautas de toda España y unos 5.700.000 euros bajo gestión.

El valor liquidativo de este Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 53,40€, 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
-21,82%	-17,23%	-18,27%	13,73%	4,79%	-13,66%

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	-25,68%	-24,94%	-25,63%	-4,94%	-13,22%	-21,21%

Anualizada*	-3,57%	1,06%	1,34%	12,24%	4,82%	1,89%
Diferencia	5,45%	0,82%	0,55%	-10,35%	-2,94%	

* Incluye desde el 16-12-2010

Desde el 21-1-2011

Anualizada	-4,41%	0,14%	0,38%	11,98%	4,38%	1,92%
Diferencia	6,33%	1,78%	1,54%	-10,05%	-2,46%	

