

ARGOS

VALUE FUND

CARTA A LOS ARGONAUTAS- ABRIL 2020

León a 1 de Abril 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 Marzo el valor liquidativo- histórico- es de 11,113164€ (o, en liquidativo del ARCA: 80,076597€) lo que deja la rentabilidad histórica en **+11,13%** y en lo que va de año en **-26,63%**. El mes de Marzo ha sido muy negativo para los mercados y algo mejor para el Argos ampliándose el diferencial desde el inicio real, **pero debemos, por encima de todo, lamentar los casi 10.000 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 31-03-2020	-32.22%	+5.15%	+8.29%	+152.13%	+46.08%	+11.13%

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 31-03-2020	67.784,18	105.146,66	108.289,38	252.129,83	146.080,32	111.131,64

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

“Los expertos dicen que los líderes necesitan ser auténticos y transparentes. La gente está obviamente nerviosa por las implicaciones del virus y es esencial mantenerles unidos, informados y a salvo”, dice Peter McDermott, socio para clientes senior en Korn Ferry’s Global Corporate Affairs y práctica en Relación con Inversores. Este es verdaderamente un tiempo para que los recursos humanos y equipos directivos muestren una mano de apoyo y estabilidad. No queremos ser proactivamente alarmistas, pero los directivos deberían estar preparados para apoyar las preocupaciones de sus empleados de forma individual, pues las necesidades individuales pueden variar ampliamente”, dice Jennifer Beery, directora senior de talento para Korn Ferry Advance en Norteamérica.

A veces eso puede significar admitir ante los interesados en la empresa sobre tener miedo y otras veces puede significar admitir que no sabes algo. Las comunicaciones deberían siempre incluir ‘esto es lo que conocemos, lo que no sabemos y lo que estamos intentando averiguar’, dice Andrés Tapia, estrategia en Korn Ferry sobre diversidad e inclusión.”

Korn Ferry Perspectives on Leadership in an Outbreak, pag 5, 2020

“Berkshire Hathaway, que ha sido una de nuestras mayores posiciones durante más de dos décadas, es un perfecto ejemplo de una compañía admirable que es tanto masivamente rentable como socialmente responsable. En miles de diferentes formas, prospera siendo un cada vez más valioso contribuyente para la sociedad. Por ejemplo, Buffett recientemente informó que Berkshire Hathaway Energy alcanzaría pronto ‘la autosuficiencia eólica en el estado de Iowa’, un logro tecnológico que permite a la eléctrica cobrar a sus clientes unas tarifas extraordinariamente bajas.

Para Buffett y Munger es una segunda naturaleza hacer lo correcto en vez de doblar esquinas o maximizar beneficios abusando de su poder. Por ejemplo, al revés que otras compañías de seguros, Berkshire rechazó todo consejo de redomiciliarse en Bermudas, que habría ahorrado miles de millones de dólares en impuestos para la compañía y sus accionistas. Afortunadamente, comportarse honorablemente y merecerse la confianza de clientes, proveedores y reguladores se ha demostrado un buen negocio una y otra vez para Berkshire, ayudando a sus subsidiarias a ampliar sus ventajas competitivas. Hacer lo correcto es, creo, integral para la gestión del riesgo. Si una compañía hace montones de dinero hoy pero lo hace a costa de la sociedad y el planeta, cada vez se vuelve más insostenible.”

Guy Spier- Aquamarine Annual Report 2019- 12, Marzo 2020

“De lejos, lo más importante en los próximos meses para nuestras empresas es simplemente sobrevivir. Lo que ganen, cuáles sean sus cotizaciones y lo que otras personas puedan decir sobre ellas no tiene ninguna importancia. En algún punto- si China vuelve a ello, más pronto o más tarde- la economía se restablecerá. Cuando esto ocurra, la mayoría de las compañías se encontrarán en una posición mejorada por el simple hecho de que ellas han sobrevivido y otras no. La subida ya se ocupará de sí misma. Sin embargo, para poder llegar al medio plazo, primero debes sobrevivir al corto plazo.

La supervivencia es el principal criterio por el cual voy a juzgar a nuestras compañías en los próximos meses. Os emplazo a que hagáis lo mismo.

Robert Vinall- Dealing with COVID-19, March, 19 2020

*“Me preocupa que el número de casos y fallecidos continúe creciendo mientras sigamos fracasando en emular las acciones de los países que han tenido éxito. El sistema sanitario va a ser sobrepasado. Las decisiones de triaje- incluyendo quién vive y quién muere- tendrán que hacerse. Habrá un punto donde no parezca haber ningún final a la vista. **Me temo que los titulares se van a poner mucho más feos en este sentido.***

La economía se va a contraer a un ritmo nunca visto. Muchos millones van a ser lanzados fuera de sus trabajos. La gente va a ser incapaz de dirigir sus negocios. No solo es que los empleados vayan a perder sus pagas y las empresas sus ingresos, sino que la producción física de las empresas va a caer, significando que productos esenciales como el alimento puede quedarse corto. La pasada semana, 3.3 millones de nuevos desempleados solicitaron ayudas al desempleo, frente a la anterior de 282.000 y el récord semanal anterior de 695.000.”

Howard Marks Memorandum- Which way now- March, 31 2020

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 10.003 fallecidos oficialmente debido al COVID-19. 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 10.003 fallecidos y sabemos que aún llegarán más, quizás incluso el doble, 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... y gracias por vuestras oraciones por mis cuñados y la tía de Coral porque, gracias a Dios, han salido o lo están superando. 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.

En este mes de Marzo ha sido, como sabéis, terriblemente negativo en los mercados y menos para el Argos ya que desde máximos a mínimos (en estos momentos el dato desde inicio de año no es indicativo del comportamiento real en la caída) el mercado- incluyendo siempre dividendos brutos- ha caído un **-32.60%** y nosotros un **-27.03%**; no es para sentirse muy orgulloso... pero aún queda tiempo para que acabe el año. El motivo principal es doble, por un lado nuestra tradicional concentración de cartera y por otro el desplome general. Es importante que hagáis los cálculos comparativos no desde Enero, sino desde máximo a mínimo como os indico, pues es ahí cuando se ve qué tal nos hemos comportado en el desplome. Aunque lo hayamos hecho mejor... no hay medalla que ponerse. Quizás incluso algún pescozón merecido.

Como bien sabéis los argonautas, durante este mes os he asediado a mensajes de actualización, a veces varios a lo largo del mismo día y durante varios días seguidos. Tal ha sido el volumen de comentarios que, al aflojar el ritmo en estos últimos días, algunos me habéis preguntado si estaba bien o si me había pasado algo... y como os he comentado hoy mismo día 2 de Abril, no me había pasado nada; simplemente la situación general estaba yendo en línea a como os había venido indicando y no me parecía oportuno atosigaros con más mensajes. Podría hacer una broma- ya sabéis lo guasón que soy- pero prefiero quedarme con vuestro cariño y preocupación por mí y mi familia

pues sabíais que teníamos familiares y amigos que estaban pasando un mal trago con esta situación. Gracias a Dios todos lo van superando como os he dicho.

Encontré la primera cita que os he puesto cuando ya se había desatado la tormenta sobre España y los mercados, pero me viene bien para recordar la actuación que he tenido con vosotros y cómo, una vez más, intenté cumplir el compromiso que tengo con vosotros, los argonautas, respecto a daros toda la información relevante que pensara podía seros de interés. Al principio fue sólo la situación respecto al virus y a los mercados, pero hacia finales de mes nos saltó la noticia de la intervención que EsferaCapital había solicitado a la CNMV en relación a un desfase sobre la agencia de valores y manteniéndoo al tanto de todo lo que íbamos sabiendo: lo más importante, que la gestora no se veía implicada en la intervención o, cuando salió la noticia, respecto al principio de acuerdo para que la gestora fuera adquirida por Andbank. Dado que aún sigue el proceso de negociación, me centraré en los otros dos aspectos... el virus y los mercados.

Desde el primer momento os estuve comentando mi parecer al respecto y os decía que debíamos separar ambas situaciones (aunque me gustaría hablar de política, haré homenaje a *Quo Vadis* cuando Robert Taylor le dice a la emperatriz “*evítame nombre, augusta*” para no indagar indiscretamente con quién se había consolado la esposa de Nerón), por un lado la situación que corresponde a la pandemia y su posible evolución y por otro, lo que esta misma podía suponer para los mercados financieros y las economías.

Ni soy adivino ni soy experto en pandemias, pero evidentemente podía asumir – y así os lo he venido indicando- que, como en China, Corea del Sur, Singapur, Hong Kong y otros países, la evolución de la pandemia iba a seguir la ya conocida campana de Gauss. Primero una curva alcista, tocar el máximo y a partir de ahí empezar una senda bajista. No había forma de saber si esa campana de Gauss iba a ser más o menos pronunciada, si iba a tener una determinada curtosis o si iba a ser simétrica respecto a su máximo, en fin... aunque no sabíamos ni sabemos cuál será la curva final de nuestra curva de Gauss, sí podíamos estimar de manera bastante razonable que en un plazo más o menos corto, tres o cuatro meses, podríamos pensar y hablar de que la situación del contagio estaría básicamente bajo control.

Sé que todos estaréis de informes sobre el COVID-19 bastante cansados, pero creo que merece la pena que repasemos, una vez más cómo lo veía y cómo os lo he ido explicando. Evidentemente si las decisiones políticas hubieran sido otras, tomándose en serio el peligro de la pandemia, siguiendo el ejemplo de Corea del Sur de realizar test masivos (hace mes, mes y medio aún estábamos a tiempo de conseguir los test sin que fueran una engañifa) la curva de contagios se hubiera conseguido aplanar con mucho... no hubiéramos alcanzado esta cifra pavorosa de 10.003 fallecidos “oficiales”. La diferencia entre unas decisiones y las que se terminaron tomando se ha contado, y se seguirá contando, en vidas que pesarán sobre este gobierno.

Ir por detrás, a remolque y a regañadientes no sólo ha permitido que se incrementara el ritmo de contagio, sino que como era previsible y así avisaron muchos expertos con tiempo de sobra, supondría una pavorosa situación de aglomeración en nuestro sistema de salud... llevándolo, como estamos viendo y sufriendo cada día, al colapso y al desabastecimiento de material de protección y de prevención. España tiene el mayor número de contagios entre el personal sanitario... y ellos, en este caso, son nuestra primera y nuestra última línea de defensa. Los siguientes serían los veterinarios... pero su forma de tratar al paciente- como me pasó un amigo de toda la vida, veterinario, en un meme graciosísimo- es muy diferente. Esa tasa de contagio- el doble de la ocurrida en Italia- habla bien a las claras, **y acusa terriblemente** de la negligencia, ineptitud o cosas peores

con las que se ha llevado esta situación. Y repito: cada día que pasa lo contamos en nuevas víctimas... y, desgraciadamente, no son dos o tres sino que las contamos por cientos.

El mes pasado os hablaba de que pensáramos en Mayo como un horizonte para el control del virus en España... quizás fuera demasiado optimista. El colapso se ha producido de ahí la importancia de que la inmensa mayoría se mantenga en sus casas y sólo salgamos para lo mínimo imprescindible... y aún así, los contagios siguen agolpándose en los hospitales (antiguos de los años 60-afortunadamente- o improvisados por el ejército como el de IFEMA y otros); estamos viviendo ya la situación que Howard Marks plantea para EEUU respecto al triaje: que los médicos decidan, en base a la esperanza de supervivencia, a quién intentar salvar y a quien sedarle a sabiendas de que no cuentan con medios físicos para intentar ayudarlo. Aplaudimos a los sanitarios, fuerzas de seguridad, personal de la distribución, transporte y no sé cuantos más... porque se lo merecen, porque lo necesitan y porque se lo están ganando. Pero tener que asumir, contra tu vocación de salvar vidas, quién vive y quién no es terrible. Normal que se sientan agradecidos a nuestros aplausos... normal que se sientan indignados y engañados cuando piden material y sólo reciben promesas y buenas palabras porque el que llega viene de la iniciativa privada en su inmensa mayoría.

Pero vayamos ahora con la parte de los efectos económicos que os he venido contando. En la Carta del mes pasado os hablaba del peligro que veía, pues esta situación de parón, de confinamiento suponía la rotura de la cadena de valor de la economía mundial, no sólo española. Evidentemente no TODO se paraliza. Pero casi todo. Y eso es suficiente para tener un efecto como no hemos visto en nuestra historia reciente (siglos XX y lo que llevamos XXI) porque nunca la economía mundial había estado tan globalizada y nunca se había parado de esta forma. No era sólo China, desde luego, pero dado que China es la fábrica del mundo, su parón tenía un efecto importante sobre las cadenas de producción y distribución del resto del mundo; pero ahora ya no es China... antes quien fabricaba dejó de hacerlo, ahora los que compramos dejamos de hacerlo- ¿para quién va a producir China ahora?, ¿quién le va a comprar? – y por ello, por ejemplo, el volumen de ventas del sector automovilístico se está desplomando un -70% (no hagamos bromas con las comparencias del presidente del gobierno y sus ministros; dejemos el escarnio para otra ocasión). Dado que la mayoría de los países- véase Reino Unido- en vez de fijarse en la respuesta de Corea del Sur hemos decidido fijarnos en Italia, ahora todos se encuentran con números de contagios y fallecidos que empiezan a alarmarles y se ven abocados al confinamiento.

Quien piense que esto se va a solucionar en unas semanas o unos pocos meses- Dios le oiga- creo que se engaña. Porque la situación que se nos presenta es, como recuerdan tanto Marks como Robert Vinall, una cuestión de lograr mantenernos con vida durante el tiempo que dure el confinamiento... y será complicado. En mi último libro- *Value Investing: Austria vs Salamanca, Ed. EOLAS, 2019*- comento un dato dado por la Fed indicando que el 40% de los americanos no tienen \$400 para una emergencia. Ésta, desde luego, es una emergencia... y de las grandes, de las que marcan una generación. Esas personas- millones- no sólo están en EEUU sino también en España y en la mayor parte de los países occidentales. La inmensa mayoría de la gente vive apurada, de paga en paga y casi sin poder respirar (en el libro explico el porqué), y ya os digo que no es porque todos esos millones de personas sean unos manirroto. Pero sean lo que sean, todos ellos necesitan vivir y mantener a sus familias y todos ellos, en esta situación en la que cierran sus empresas y en las que se ven, por millones, desempleados como no se ha visto desde la Gran Depresión (en aquél momento se alcanzó una tasa del 25% de desempleo en EEUU y ahora la Fed no descarta que se supere), simplemente no van a tener ingresos suficientes.

Y no son sólo los empleados, claro. Millones de autónomos y pequeños empresarios que han visto sus ingresos reducidos a cero (los ingresos no los beneficios... éstos se transformarán en pérdidas) están en una situación parecida o, en algunos casos, peor. Esta situación puede, sencillamente, llevar a millones de pequeñas empresas a la quiebra. Y la única solución que se les ofrece es a base de nueva deuda. ¡Endeudaros! Aunque sea a tipo cero. Como si devolver esa deuda nueva, no supusiera un nuevo coste que asumir al reiniciar una situación más normal, fuera del confinamiento. No, no creo que la situación se vaya a arreglar en un plazo breve.

Y EEUU tiene una ventaja respecto a nosotros y el resto de países europeos; ellos tienen el dólar-moneda fiduciaria de reserva internacional- y tienen la Fed con capacidad de inyectar dinero *directamente* en las cuentas de las familias si se lanzan a ello, pueden mantener esa situación más tiempo que nosotros (Europa... lo de España en esta situación es para llorar de lo patético que resulta ver la toma de decisiones) y con una capacidad de reiniciar su economía, el mayor consumidor mundial, a mayor velocidad. Pero incluso así, Marks no lo ve nada claro ni fácil... y desde luego no lo ve a corto plazo.

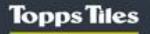
En este mes, como sabéis partíamos de una situación de liquidez suficiente en situaciones normales- creo recordar que teníamos el 29%- pero en momentos en los que el mercado cae, indiscriminadamente, a ritmos diarios muy lejos de la media histórica de movimientos (hemos visto casi como normal caídas diarias del 4-5%, con alguna cayendo a doble dígito), incluso esa liquidez inicial termina resultando escasa. Por eso, a lo largo del mes y como os he ido comentando por whatsapp hemos ido aprovechando para ir deshaciendo posiciones en algunas empresas y, con esa liquidez extra- llegamos a tener algo más del 38% de la cartera-, aprovechar los precios para ir comprando, tanto de empresas que ya teníamos y en el que hemos aprovechado estos precios como para incorporar dos nuevas empresas.

Durante todo este tiempo os he venido insistiendo- y así lo expliqué también en un webinar organizado por AlfaPositivo y ValueSchool- en que debemos poner nuestra mirada no en el ahora- como dice Robert Vinall- sino en el futuro y en qué empresas van a sobrevivir. Debemos poner nuestra mirada en cinco años en el futuro y entonces echaremos la vista atrás y pensaremos que qué buenos precios hemos tenido para aprovechar y comprar estupendas empresas. Pero a la vez os recordaba que esto no es sencillo, no porque no pueda estimar que tal o cual empresa va a salir viva y seguirá ganando dinero en el futuro. Si no porque aguantar subidas y bajadas, subidas y nuevas caídas... y siempre en una tendencia que parece ir cada vez más abajo es muy costoso a nivel mental. No es una cuestión de inteligencia sino, casi diría, de confianza... de fe. Fe en el futuro, fe en que al igual que en otras situaciones de la Historia la Humanidad ha salido adelante y que ahora también lo haremos. Fe en que las empresas están formadas por personas capaces de gestionar, mejor o peor, los recursos con los que cuentan y que seguirán haciendo lo posible por mejorar la calidad de vida material de la sociedad... pues es algo que está en nuestra naturaleza. Los animales simplemente se adaptan o mueren cuando cambia su entorno, el Hombre trata de adaptar el entorno a sí mismo... el ser humano, y sus empresas como imagen de su inteligencia, igual que el arte, o su ansia de belleza y verdad, seguirá vivo. Por eso apostamos, por eso miramos a dentro de cinco años.

Es preciso aguantar la tormenta... pero no hay que desaprovecharla. Intentar caer lo menos posible, mantener liquidez para poder ir sumando posiciones a precios que, seguramente, podamos encontrar aún más barato (es sólo una opinión, no hay forma de saberlo a ciencia cierta), tener calma, paciencia, evadirnos del ruido diario en el que un día se acaba el mundo y al día siguiente tenemos una nueva creación... navegar en aguas turbulentas es más una cuestión de fijar la vista a lo lejos,

achicar el agua según entra, vigilar las rocas que salgan a la superficie- unas para evitarlas, otras para aprovecharlas- y no desfallecer. Sobrevivir dice Robert y Marks. Sobrevivir... ésa es nuestra labor ahora mismo como argonautas.

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

	FER	7,57%		RENAULT	3,17%
	HERMLE AG	6,03%		GRAFTECH	2,94%
	MITTAL	5,31%		LVMH	2,53%
	INDITEX	5,10%		CAMBRIA	2,46%
	BERKSHIRE HATHAWAY- A	4,85%		COFINIMMO SICAFI	2,27%
	THE GYM GROUP	4,35%		TOPPS TILES	2,26%
	JOST WERKE AG	4,25%		CLARUS	2,08%
	BREMBO	3,60%		PERENTI GLOBAL	1,54%
	BOSTON OMAHA	3,58%		IPCO	1,29%
	EXOR	3,46%		ADL Bionatur	0,81%
	KORN FERRY	3,26%		TOTAL LIQUIDEZ	24,09%
	TEEKAY	3,21%			

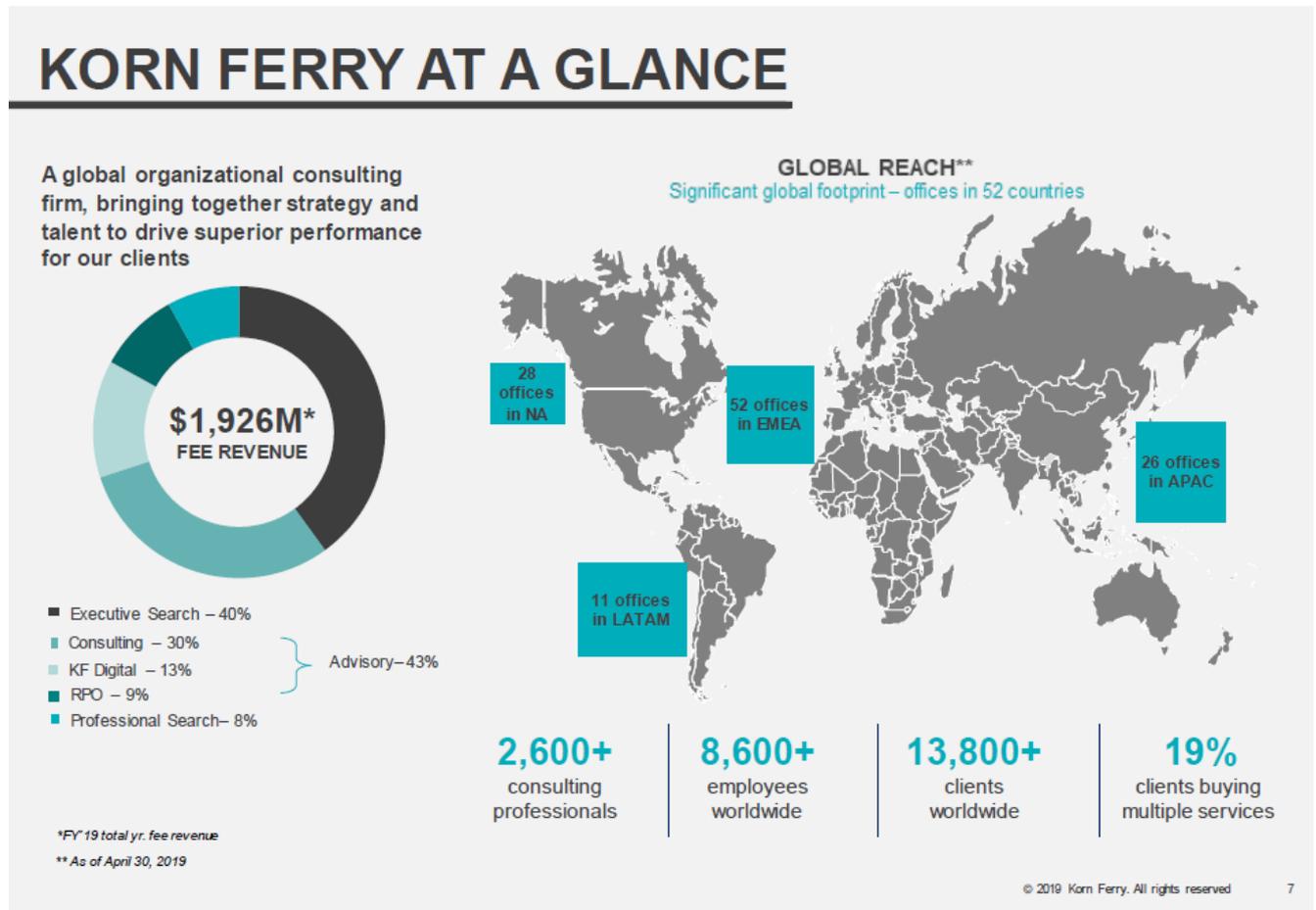
Algunas Operaciones

Este mes hemos realizado varias operaciones, incrementando posiciones en varias de nuestras empresas, no sólo en las más castigadas sino también en algunas de las que, a largo plazo, más calidad aportan. De resultas de ello, vendimos y recomparamos **EXOR**- tranquilos no me he vuelto un especulador de corto plazo- porque en un momento determinado quise incrementar la liquidez y aproveché a venderla cuando aún teníamos plusvalías y, pocos días más tarde, pudimos volver a recomprar acciones de esta empresa a un precio aún más bajo. No siempre saldrá así de bien. También hemos vuelto a recomprar acciones de **INDITEX**, que la habíamos vendido hará unos dos meses si recordáis. La ventaja es que ahora tenemos más peso en la cartera de la que considero es la mejor empresa española (y por cierto... su comportamiento en esta situación de crisis está siendo admirable y creo que, como accionistas, podemos sentirnos orgullosos de nuestra empresa y del socio que tenemos) y a un precio inferior al que habíamos comprado anteriormente.

Respecto a las dos nuevas incorporaciones a la cartera, la primera es **KORN FERRY**, empresa líder en el sector de organización, selección y reclutamiento de ejecutivos a nivel mundial. Fue fundada en 1969 y actualmente es una de las más reputadas de las Cinco Grandes (Korn Ferry, Spencer Stuart, Egon Zehnder, HSII y Russell Reynolds) y a lo largo de los años ha acompañado a muchos de los principales ejecutivos en puestos ascendentes a lo largo de sus carreras. Dentro de sus clientes

recurrentes son el 98% de las empresas que forman el FORTUNE 100 o el 93% de las que forman el FTSE 100. De hecho el 90% de sus acuerdos en 2019 han sido con clientes ya existentes.

El sector históricamente ha venido siendo muy fragmentado y de ello se ha beneficiado KORN FERRY para apoyar su crecimiento, no sólo ganando cuota de mercado de forma orgánica sino aprovechando para comprar a otros competidores, principalmente en nichos de mercado, lo que le ha permitido por ejemplo, evitar el segmento de contratos temporales y centrarse en los ejecutivos top (tanto C-Suites como senior; C- Suite se refiere al nivel superior, el de los Consejeros Delegados: CEOs, CFOs, CIOs... y cualquier otro nivel ejecutivo cuyo cargo comience por “Chief”), manteniendo con ello una imagen de alta calidad y prestigio. El 70% de su negocio se relaciona con este segmento... el año anterior, KORN FERRY intermedió para 6.800 acuerdos, llevados a cabo por 550 profesionales generando ingresos de \$1.4 millones por profesional.



A lo largo de 2019 adquirieron tres de esas empresas de nicho de mercado: Miller Heiman Group, Strategy Execution y Achieve Forum lo que le ha servido para incrementar el peso tanto de la división KFDigital, como del segmento RPO (Recruitment Process Outsourcing); para ambos segmentos se esperan fuertes crecimientos en el futuro y mayores márgenes que en la línea de negocio tradicional.

	FY'18	FY'19	FY'20 YTD Q2***	LONG TERM TARGET**
EXECUTIVE SEARCH	14.8%	9.3%	(2.4%)	5%-10%
ADVISORY	7.9%	4.6%	(1.7%)	10%-15%
RPO & PROFESSIONAL SEARCH	22.1%	20.9%	20.8%	10%-20%
	FY'18	FY'19	FY'20 YTD Q2***	LONG TERM TARGET**
EXECUTIVE SEARCH (Excluding Allocated Corps. Expenses)	22.5%	25.0%	24.4%	22%-26%
ADVISORY (Excluding Allocated Corp. Expenses)	18.3%	18.4%	17.6%	17%-19%
RPO & PROFESSIONAL SEARCH (Excluding Allocated Corp. Expenses)	15.6%	16.5%	16.9%	16%-18%
KF CONSOLIDATED (Including Corporate Expenses)	15.7%	16.1%	15.7%	15%-18%

Con una situación financiera muy estable- que evidentemente se va a ver afectada por la situación actual- permite pensar que será una de las que se mantenga viva y salga fortalecida una vez haya pasado esta situación... habrá muchos cambios de ejecutivos, unos por ascensos, otros por cambios de empresas, otros por iniciarse nuevas, otros por reestructurarse. No estamos invirtiendo ahora pensando en los próximos meses. Estamos sembrando ahora pensando en los próximos cinco años.

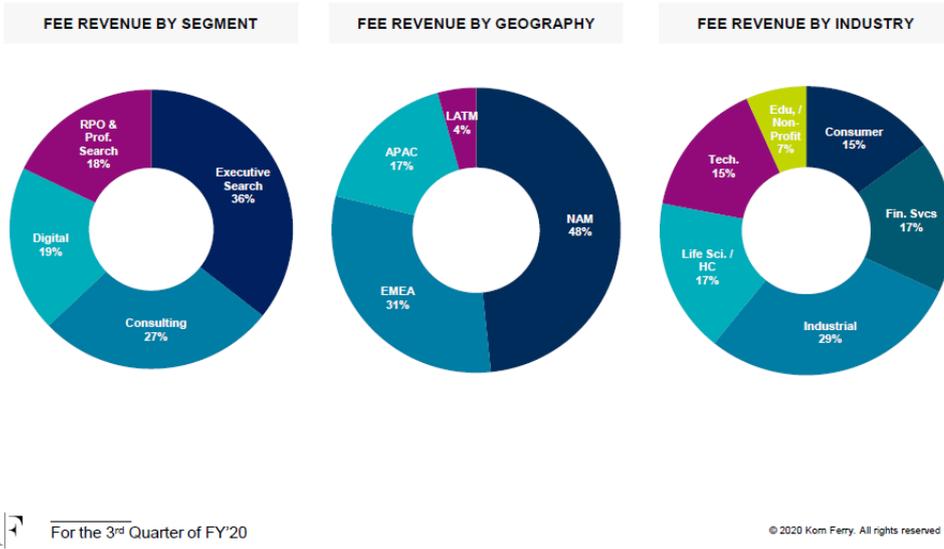
STRONG BALANCE SHEET (\$M)

	Oct 31, 2019	
Cash & Marketable Securities	\$609	Approximately \$363M or \$6.52/share "investable"
Other Current Assets	579	
Total Current Assets	\$1,188	
Current Liabilities	450	
Working Capital	\$738	
GW & Intangibles	655	
Other Assets/(Liabilities)	(135)	
Shareholders' Equity	\$1,258	
Tangible Equity	\$603	

© 2019 Kim Ferry. All rights reserved 18

Mientras tanto, hemos aprovechado como digo para comprar muy barato una empresa que está tremendamente bien posicionada para el futuro. Esta tormenta va a dejarla empapada y con alguna que otra vela desgarrada y un mástil roto... pero saldrá fortalecida y renovada y seguirá con su negocio en todo el mundo.

HIGHLY DIVERSIFIED BUSINESS ACROSS SEGMENT, GEOGRAPHY AND INDUSTRY



Comentemos algo de la otra incorporación, LVMH. Obviamente parto de la base de que todos conocéis que empresa es, la máxima representante del lujo y la exclusividad. Aunque siempre hay mercado para el lujo... no siempre dicho mercado es tan amplio como en otras ocasiones. Ahora mismo, también el sector del lujo está sufriendo la situación de parón económico generada por el coronavirus y el confinamiento subsiguiente.

2019 ANNUAL RESULTS 4



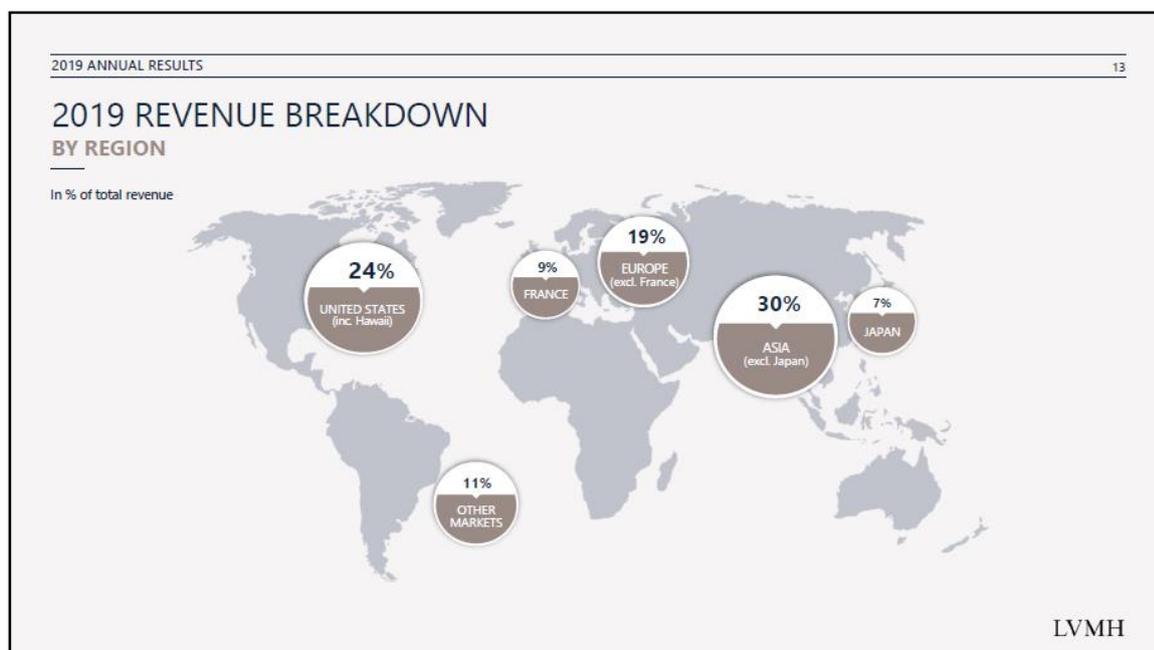
EXCELLENT PERFORMANCE FOR LVMH IN 2019

- | Buoyant market despite uncertain geopolitical context
- | Good progress in all geographic regions
- | Another record year with double-digit increases in revenue and profit from recurring operations
 - Revenue: €53.7 bn, + 15% (+ 10% organic)
 - Profit from recurring operations: €11.5 bn, + 15%
- | Healthy financial position
 - Operating free cash flow: €6.2 bn
 - Adjusted net debt to equity ratio of 16.2%
- | Agreement with Tiffany, and integration of Belmond

LVMH

Como podéis apreciar, el año pasado fue un buen año para ellos- y no será el único, aunque no creo que podamos contar el 2020 en este sentido- buen crecimiento en todas sus áreas geográficas a nivel mundial, solidez financiera- casi no tiene nada de deuda- y como broche al año, acuerdo de compra de la joyería más famosa del mundo Tiffany e integración de otra casa, Belmond, en este caso una

cadena de hoteles de lujo, que al igual que el resto de la economía se ve afectada en estos momentos, desde luego con mayor fuerza que otros sectores. Pero ambas casas son auténticas joyas en sus sectores, con activos irrepetibles y con una impronta en el consumidor. Un par de estupendas operaciones... en un momento de incertidumbre. Ahora LVMH está más ocupada en ayudar a luchar contra el COVID-19 mediante sus laboratorios fabricando gel desinfectante. Tiempo vendrá en el que recuperará la senda normal de operativa de negocio.



Evidentemente, trabajar y ser la líder del sector lujo implica que a poco que hagan bien las cosas, los resultados vienen después en forma de amplios márgenes. Y claro, LVMH es una empresa que sabe hacer muy bien su trabajo.

2019 ANNUAL RESULTS 17

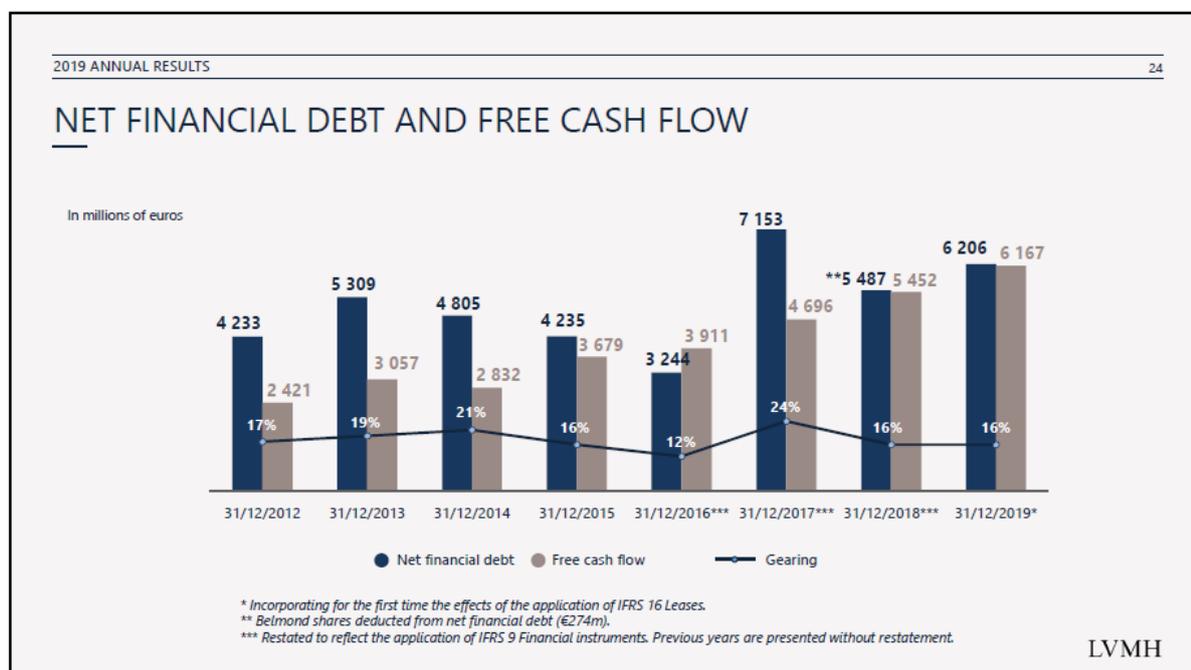
INCOME STATEMENT SUMMARIZED

In millions of euros	2018	2019*	% Change
REVENUE	46 826	53 670	+ 15%
GROSS MARGIN	31 201	35 547	+ 14%
Marketing and selling expenses	(17 755)	(20 207)	+ 14%
General and administrative expenses	(3 466)	(3 864)	+ 11%
Equity investment income	23	28	
PROFIT FROM RECURRING OPERATIONS	10 003	11 504	+ 15%
Other operating income and expenses	(126)	(231)	
OPERATING PROFIT	9 877	11 273	+ 14%
Net financial income (expense)	(388)	(559)	
Income taxes	(2 499)	(2 932)	
NET PROFIT BEFORE MINORITY INTERESTS	6 990	7 782	+ 11%
Minority interests	(636)	(611)	
GROUP SHARE OF NET PROFIT	6 354	7 171	+ 13%

** Incorporating for the first time the effects of the application of IFRS 16 Leases.*

LVMH

Ahí podemos ver que LVMH es muy rentable... y lo seguirá siendo en el largo plazo. Dado que la Carta se está alargando, tan sólo os incluyo una nueva gráfica más, la relativa a la evolución de su deuda neta y la generación de efectivo:



En resumidas cuentas, hemos incorporado una empresa que espero podamos disfrutarla durante muchos años. Habrá situaciones de crisis, como ésta, pero la empresa saldrá adelante y reforzada. Con un poco de suerte, si los mercados siguen recortando, podremos incluso incrementar la posición actual en cartera.

Varios

El nivel de liquidez actual es el 24% y 22 empresas. Contamos con unos 181 argonautas de toda España y unos 5.200.000 euros bajo gestión.

No pudimos celebrar la Reunión Anual de Argonautas como era la intención, y bien que lo lamento. Quizás no nos quede más remedio que reunirnos a la vuelta del Verano si para entonces ya todo ha vuelto a su normalidad.

El valor liquidativo de este Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 47,45€, 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
-25,25%	-21,27%	-21,94%	-3,89%	-1,99%	-19,60%

Por cierto, algunos de vosotros me pedís información sobre cómo daros de alta en el nuevo fondo en Esfera Capital. Os incluyo aquí el enlace para que podáis daros de alta sin problemas:

https://www.esferacapital.es/NuevaCuenta/?AgentId=MIGUEL_DE_JUAN

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	-28,94%	-28,60%	-28,97%	-19,66%	-18,83%	-26,63%

Anualizada*	-4,10%	0,54%	0,86%	10,46%	4,16%	1,14%
Diferencia	5,24%	0,60%	0,28%	-9,32%	-3,02%	

* Incluye desde el 16-12-2010

Desde el 21-1-2011

Anualizada	-4,96%	-0,40%	-0,11%	10,18%	3,71%	1,17%
Diferencia	6,12%	1,56%	1,28%	-9,01%	-2,54%	

