

# ARGOS

## VALUE FUND

CARTA A LOS ARGONAUTAS- FEBRERO 2020

León a 1 de Febrero 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 Enero el valor liquidativo- histórico- es de 14,584436€ (o, en liquidativo del ARCA: 105,089065€) lo que deja la rentabilidad histórica en **+45,84%** y en lo que va de año en **-3,71%**. El mes de Enero ha sido negativo- con sus vaivenes- para los mercados y en especial para el Argos estrechándose el diferencial desde el inicio real y en estas situaciones hemos aprovechado para incorporar dos nuevas empresas. 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 31-01-2020	-6.42%	+44.90%	+50.02%	+213.72%	+77.93%	+45.84%

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 31-01-2020	93.582,61	144.896,00	150.016,98	313.716,66	177.933,74	145.844,36

*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](http://www.finance.yahoo.com) y [www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)*

## **COMENTARIO GENERAL**

“Esta primera incursión en aguas antárticas había sido un viaje hacia lo desconocido para los ciento veintiocho hombres que conformaban la expedición, y el hecho de que hubieran logrado tanto y regresado, en palabras de Ross, «sin haber sufrido bajas, calamidades ni enfermedades de ningún tipo» atestigua tanto la valía de los marineros como la de sus líderes. Para el Erebus, que durante los primeros trece años de vida no había visto nada más allá de la bahía de Nápoles y el Tirreno, supuso una gran hazaña. Junto a su barco gemelo [el Terror, nota mía], y sólo sufriendo la pérdida de un bote y unos pocos remos, había superado condiciones a las que ningún otro barco había tenido que enfrentarse en toda la historia.”

*EREBUS- Historia de un barco*  
Michael Palin- E. Ático de los libros, 2019, pág- 128

“La mejor idea y más duradera que saqué del libro de Grayson- y la primera cosa que recuerdo haber aprendido en la facultad- fue la observación de que **no puedes decir la calidad de una decisión basándote en el resultado**. Esta revelación tuvo una profunda influencia sobre mí como un joven de 17 años y representó la primera piedra crítica en mi entendimiento de cómo funciona el mundo.

*Como explicaba Grayson, tomas la mejor decisión que puedes basado en lo que conoces, pero el éxito de tu decisión estará fuertemente influenciado por (a) información relevante que puede que no tengas y (b) suerte o azar. Debido a estos dos factores, decisiones bien pensadas pueden fracasar y pobres decisiones pueden resultar exitosas. Aunque pueda parecer contra intuitivo, el mejor decisor no es necesariamente la persona con más éxitos, sino aquel con mejor proceso y juicio. Puede que los dos no coincidan y especialmente con un número pequeño de pruebas puede resultar imposible saber quién es quién.”*

*Howard Marks- You Bet! Memo January 13, 2020*

“La correlación entre activos también coincide con una menor volatilidad subyacente. La menor volatilidad, como señaló Mike Green de Thiel Macro, en un excelente podcast de Hidden Forces, está animando a los inversores a utilizar un mayor apalancamiento para tratar de aumentar los rendimientos. En una carrera para aumentar el rendimiento en un mundo de bajos rendimientos, los inversores están suscribiendo más seguros.

Siguiendo los inteligentes pasos [es ironía, nota mía] de AIG antes de 2008, más inversores están ahora suscribiendo contratos de seguros vinculados al mercado, que replica los rendimientos del mercado sin necesidad de bloquear el capital necesario para invertir en el mismo. Menor volatilidad y mayor apalancamiento han estado alimentando el mercado de valores cada vez más arriba, mientras que los inversores individuales continúan retirando capital del mercado y las ganancias están creciendo a una ritmo deslucido en relación con el crecimiento del índice. En resumen, el mercado se desvincula de los fundamentales, como todos los movimientos de “momentum” han hecho en el pasado.”

*The Psychology of Passive- Jan 12, 2020*  
*GreenWood Investors- Seeking Alpha*

“Si bien los partnerships terminaron 2019 con buen tono, nuestros resultados del año se vieron amortiguados debido a una combinación de factores, incluyendo nuestro posicionamiento conservador, el bajo rendimiento de la renta variable de valor, la persistencia (especialmente en el primer semestre del año) de una falta de oportunidades, y algunos errores. De hecho, el desempeño de Baupost en relación con el mercado en los últimos años ha sido bastante débil. No obstante, seguimos teniendo el máximo confianza en nuestro enfoque, sabiendo que el combustible que impulsó los mercados en 2019 se agotará. Las tasas de interés no estarán siempre cerca de cero, después de todo, y la volatilidad del mercado volverá a emerger. Quizás lo más importante, sabemos que a largo plazo la valoración importa, y creemos fuertemente que los rendimientos esperados de nuestra cartera actual, bajo suposiciones conservadoras, son robustos.

....

*A veces, el mercado te cuenta una historia, mientras el rendimiento de las empresas subyacentes te cuenta otra. Este es el caso de muchas "acciones de valor" hoy en día, que han estado con un bajo rendimiento respecto al mercado, incluso cuando los flujos de efectivo operativos son fuertes. El valor de una inversión, por supuesto, no se deriva de lo que el mercado opina en un momento dado, sino de los fundamentos subyacentes del negocio medidos por atributos tales como el flujo de efectivo que un empresa o activo genera – o puede razonablemente esperarse que genere – y la tasa de crecimiento y la fiabilidad de ese flujo de efectivo. La valoración bursátil de una empresa es, por el contrario, un pulso efímero en una pantalla que indica sólo cuando la oferta de acciones ofrecidas para la venta se encuentra con la demanda inmediata. Los giros de mercado a corto plazo importan poco a menos que uno desee, o se vea forzado a – realizar transacciones.*

*Seth A. Klarman- Baupost Group 2019 Letter*

**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.**

En este mes de Enero ha sido, como hemos visto, negativo en los mercados- el S&P500 nuevamente siendo el que mejor comportamiento ha tenido- y peor para el Argos. Como sabéis, históricamente no ha solido ser así... en líneas generales solemos tener un mejor comportamiento cuando el mercado recorta; sin embargo, esto no es un dogma de fe, no es una ley que haya de cumplirse y, en ocasiones, nuestro comportamiento será peor que el mercado en su conjunto. Los motivos son varios, pero podemos resaltar como el principal el hecho de que al contar con una cartera concentrada en pocos valores (actualmente tenemos 24 empresas en nuestra cartera, tras las dos nuevas incorporaciones) pueden verse afectadas por fuertes movimientos en nuestra contra- como ha sido así con algunas de ellas en este mes. Ese dato simplemente explica la pobre evolución en este mes...al que hay que añadir que aunque contábamos con una liquidez de más del 27% al comenzar el mes, al ir incorporando estas dos nuevas posiciones dicha liquidez se ha reducido ligeramente hasta el 25%, disminuyendo con ello, el colchón de seguridad que suele aportarnos. Sin embargo, como os digo, el motivo principal es los recortes que algunas de nuestras empresas han tenido en este mes.

Pero estos movimientos son, si me permitís decirlo así, ruido de corto plazo. Me explico... algunas de estas empresas se han visto afectadas por los riesgos que actualmente existen en sus sectores (por ejemplo, autos y materias primas) haciendo que sus cotizaciones se hayan visto afectadas. Dado que no creo que ninguno de los sectores vaya a desaparecer en el futuro y sin poder saber nunca cuánto más les queda por sufrir, lo cierto es que los precios actuales no reflejan para nada el valor normal de estas empresas calculado de forma prudente. Por ello ahora estamos viendo el foco de la tormenta sobre nosotros. ¿La ventaja? La de siempre... nuestra nave es resistente, contamos con la mejor tripulación- vosotros argonautas: reyes, príncipes y héroes- y tenemos siempre disponible liquidez para aprovechar las tormentas que el mercado quiera lanzarnos. ¿Nos mojaremos? Seguramente...así ha sido en otras ocasiones. ¿Saldremos adelante navegando hacia nuestro destino? Sin la menor duda.

Cuando al capitán James Clark Ross (el hombre más apuesto de la Marina Real) se le asignó el mando de la bombardera *EREBUS* y su barco gemelo, el *TERROR*, con vistas a navegar al Polo Sur y tratar de alcanzar, si ello fuera posible, el polo magnético ya que pensaban que encontrarían un océano similar al ártico por donde poder navegar entre el hielo eterno, no podía saber el final de su viaje ni si habría posibilidad de regresar a Inglaterra con éxito y a salvo. No alcanzaron el objetivo

fijado, pero lograron descubrir gran parte de las nuevas tierras antárticas y lograron navegar más al Sur de lo que nadie antes que ellos había logrado jamás y que nadie más logró durante más de cincuenta años. Regresaron a salvo y las naves, lentas, pesadas y sólidas, pensadas para otros objetivos se convirtieron en navíos que mostraron su capacidad en las embravecidas aguas del océano antártico. Ross había alcanzado años antes el polo Norte magnético y no pudo lograr esta hazaña en el polo Sur, pero devolvió a sus hombres a salvo y como héroes a la Inglaterra victoriana y pudo disfrutar de la gloria hasta el final de sus días.

Invertir tiene mucho que ver con las exploraciones, ya que, aunque no arriesgamos nuestras vidas ni hemos de sufrir la fuerza de la naturaleza, también navegamos por aguas que van cambiando sus cursos, con icebergs que fuerzan a variar la ruta, tormentas y mares en calma chicha que ralentizan la marcha o, como al *EREBUS*, océanos de hielo que atrapan la nave y no la sueltan hasta la Primavera. Lo desconocido siempre está presente... podemos asumir que determinada empresa, vista con los datos de hoy, podrá estar razonablemente barata o cara, que las alternativas de inversión que se nos ofrecen podrán ser más claras y evidentes o más ocultas y sinuosas; habrá canales que parece que nos llevarán hacia aguas abiertas y encontraremos que sólo son vías muertas y habremos de dar marcha atrás, reconocer la pérdida y usar ese dinero en otros trayectos. Lo importante sigue siendo, igual que en la exploración, la solidez del navío, la capacidad y personalidad del capitán y el apoyo de la tripulación... pues todos estamos en el mismo barco y todos dependemos de todos.

El final del *EREBUS* y su buque gemelo, el *TERROR*, terminó años más tarde en el desastre. Buscando el paso del Noroeste- un paso a través del océano ártico para pasar, a través del Estrecho de Bering, desde el Atlántico al Pacífico y evitar bordear el Cabo de Hornos- y dirigida la expedición por el capitán Sir John Franklin terminó con ambos navíos hundidos por el hielo. No fue un fallo de los buques, sino de malas decisiones: cartas de navegación no completas que hubieran permitido navegar por un estrecho y avanzar y que mostraban una península sin paso al Oeste posible, un capitán avanzado en edad y que llevaba fuera de la navegación más de doce años, tripulación no especialmente experta en esas aguas, comida en mal estado que terminó causando intoxicación por plomo y escorbuto... y la furia de unos inviernos terriblemente fríos que bloquearon las naves por estrechos donde hoy se puede pasar sin problemas (los años sin veranos, les llamaron los esquimales). Todo se puso en contra y la expedición terminó en desastre.

Las buenas o malas decisiones, como dice Howard Marks, no se pueden valorar sólo por su resultado. La decisión del Almirantazgo de enviar los mismos buques a ambos polos era una buena decisión, pues las bombardas habían mostrado su solidez y su resistencia a ese tipo de mares. Otras decisiones- no contar con James Clark Ross más joven y experimentado en ese tipo de mares que el fallecido Franklin, el error en el abastecimiento, la rigidez en las órdenes de navegación sin flexibilidad para afrontar los elementos que Ross sí tuvo- fueron desastrosas aunque parecieran razonables en un inicio.

Pero fueron erróneas... porque al no contar con toda la información relevante y no tener capacidad de reacción- que Ross sí tuvo en su viaje a la Antártida- terminaron provocando un efecto trágico en la nueva expedición. Navegar por aguas no exploradas o por aguas donde las condiciones de los elementos suponen un riesgo tremendo para la propia supervivencia precisa de flexibilidad, adaptabilidad y capacidad de reacción. En nuestro caso, nuestra liquidez nos aporta esa flexibilidad o capacidad de reacción... también el contar con un grupo de argonautas donde todos nos sentimos miembros de la misma nave y con el mismo objetivo y el contar con el marco intelectual del *value investing* nos permite estar concentrados en esas dos reglas que Warren Buffett repite una y otra vez

y que muchos olvidan entre los brillos de grandes rentabilidades y se olvidan de “no perder”. Klarman mismo nos lo está señalando nuevamente en este año. Su rentabilidad en 2019 fue inferior al 10% (nosotros terminamos por encima, como sabéis) pero os puedo garantizar que Klarman no ha dejado de ser un grandísimo inversor... de hecho sigo pensando que, tras Buffett y Munger, no hay ninguno mejor que él actualmente... y los hay muy buenos.

Quizás recordáis que hace unos años os ponía su comparativa de cinco años frente al mercado alcista... veinte puntos de diferencia a favor del mercado respecto a Klarman. No es normal estar cinco años tras el mercado- y menos con ese diferencial- pero, al igual que ahora, también entonces se hablaba de un nuevo paradigma, de que el *value* estaba fuera de tono... y al final, como bien sabemos, la situación se dio la vuelta y se vio reivindicado. Sí... como dice Klarman en su cita del inicio “*la valoración importa*” ... e importa mucho, añadiría yo. Esto no es un mensaje para que esperéis o supongáis que dentro de poco los mercados se van a dar la vuelta. Lo he dicho en muchas ocasiones: no hay forma de saber qué hará el mercado en el corto plazo. El que tenga claro que no hemos empezado a vivir en un mundo sin crisis, no presupone que podamos saber cuándo se van a producir.

El capitán James Clark Ross pensaba encontrar un paso hacia el polo Sur magnético en lo que él pensaba que era un nuevo océano polar. Encontró un continente que le impedía el paso a su objetivo mediante la navegación... pero fue capaz de adaptarse, esperar meses atrapado en el hielo, descubrir nuevas tierras, islas y estrechos- e incluso un volcán al que le pusieron el nombre de su navío- y retornar sanos y salvos a Inglaterra. Navegar en aguas desconocidas- e invertir lo es, pues siempre dependemos de un futuro cambiante de por sí- requiere fortaleza de carácter, paciencia, humildad, flexibilidad y capacidad de aprovechar las olas que nos lance el mercado en forma de buenos precios para nuestras empresas. Algunas de esas olas llevarán a la baja las cotizaciones de empresas que, teniéndolas en cartera, sabemos que valen más. Eso no es nada apetecible... pero deberemos superar ese oleaje con calma y el timón firme. Otras olas, más placenteras para nosotros, nos ofrecerán buenas empresas a precios estupendos... y al tener liquidez suficiente podremos aprovecharlas e incorporarlas a nuestra cartera sin vernos forzados a desprendernos de ninguna otra.

Muchos inversores están actualmente emocionados y, diría, cegados por el comportamiento del mercado- en concreto el americano- desde 2009 hasta aquí. Este comportamiento ha sido realmente espectacular en una prolongación continua de subidas sin freno y en un ambiente cada vez más eufórico con cada vez más involucrados pensando que hemos llegado a un nivel en el que los mercados no pueden (ni deben) hacer otra cosa que no sea subir y subir. Poco antes del Crash de 1929 también hubo alguna autoridad que planteaba que los mercados bursátiles habían alcanzado un nivel de altos precios continuados... luego vino el desastre. (Recordad: ¡no estoy pensando que vuelva a ocurrir un crac bursátil como en 1929!)

Cuando los precios se desvinculan- por mucho o por mucho tiempo- de los fundamentales, los problemas se van componiendo igual que los copos de nieve sobre la colina de una montaña. El estudio de la dinámica de los copos de nieve tiene que ver con la inestabilidad y como ésta se va manteniendo estable mientras van cayendo los copos... hasta que finalmente esa colina nevada, estable hasta el copo anterior, se derrumba con mayor o menor estrépito al caer el siguiente. En las bolsas ocurre algo parecido: los precios van incrementándose, recuperándose desde niveles muy bajos, entrando en movimientos y cotizaciones “estables” (normales)... siguen creciendo copo a copo y con cada uno parece que la fortaleza es cada vez mayor y cada vez es más sólida en vez de

más inestable... y al igual que con la Torre de Babel, cuanto más alto y confiados están los Hombres en su propia capacidad y poder, más cerca se encuentran del desastre.

Y entonces, un nuevo copo cae. Quizás es una subida de tipos de interés, quizás el coronavirus, quizás un mensaje de Trump, quizás una tontería de nuestros políticos, quizás una empresa que no alcanza los resultados esperados por el mercado, quizás... quizás cualquier cosa. Y ese nuevo copo lo trastoca todo.

Explicaba este Viernes 31 a un grupo de estudiantes de la Universidad de León sobre el tema de la gestión pasiva que no se dejaran embaucar por el buenísimo comportamiento de estos últimos años. El objetivo para invertir en ella no debe ser el tener rentabilidades de doble dígito- y menos tan altas- sino el obtener rentabilidades lo más cercanas a las del mercado. Esto puede significar que mientras en los últimos diez años las rentabilidades han sido fabulosas, quizás los próximos diez años sean mediocres o muy decepcionantes. Sin embargo, en el muy largo plazo seguirá siendo una alternativa más que razonable.

Evidentemente creo que el *value investing* será capaz de batir al mercado de forma consistente en ese largo plazo... pero nunca se dijo que no hubiera periodos donde las cosas no fueran al revés. Obviamente aguantamos mejor si obtenemos rentabilidades positivas o pérdidas muy limitadas (como hemos tenido en el Argos históricamente), pero incluso aquellos que ahora están experimentando pérdidas en sus posiciones, no tengo dudas que verán recompensada su paciencia. Pero no será fácil... los inversores que ahora están tan cegados por los brillos de la gestión pasiva se encuentran en la misma situación del Almirantazgo preparando la expedición al noroeste de Franklin: no consideramos que sea preciso llevar a los mejor preparados, recortamos costes en el proveedor de nuestra comida enlatada, nos mostramos rígidos en las órdenes de navegación pensando que prácticamente la situación no iba a cambiar respecto a la última expedición al ártico veinte años antes... nos confiamos con los brillos logrados por otra expedición que resultó exitosa y pensamos que los peligros no serán más que pequeños contratiempos fáciles de solventar.

También los inversores se confían ahora pensando que, si hay caídas en los mercados, alguien hará algo para solucionarlo. Puede que, como hasta ahora, esta tranquilidad resulte vindicada por cada vez más copos de nieve que caen con estabilidad sobre la colina... pero llegará un momento, llegará un copo que lo cambiará todo.

Por nuestra parte, prefiero seguir haciendo como el *EREBUS* en su viaje original a la Antártida, encontrando en las islas Kerguelen el repollo del Sur para paliar los efectos del escorbuto, manteniendo a la tripulación informada para que entiendan el objetivo y la ventaja de nuestro barco en aguas turbulentas. Quizás no estemos hechos para correr... pero sí para resistir temporales y vencer en una carrera bien larga.

En un grupo de whatsapp, un amigo comentaba respecto a las cartas trimestrales de otros gestores el hecho de que “parece que quieren educar en vez de hablar de la cartera”, en el sentido de que – entendía él- que esa “educación” suponía excusarse por la mala marcha de la cartera y que no le parecía necesaria esa explicación. Creo- y por eso lo comento en estas líneas- que no es una reflexión que yo me haría. A veces, en especial cuanto peor van las cosas, es más necesario volver a reforzar las ideas básicas de la inversión más que el comentar una u otra empresa de la cartera. Generalmente yo no suelo incluir la cartera completa en la Carta... dado que vosotros, argonautas, estáis recibiendo la Carta de forma mensual y que, por tanto, estáis informados de las empresas que entran en la cartera o de aquellas de las que decidimos salirnos o reducir exposición me parecía una información

repetida. Además, cuando alguno de vosotros ha tenido interés – por hacer un seguimiento personal- en conocer la cartera en conjunto siempre me lo habéis solicitado y os lo he pasado sin ningún problema... ¡qué menos si esta cartera es “vuestra” cartera! Pero, en honor a este amigo os incluiré una tabla con la cartera completa incluyendo los pesos de cada título. (Por cierto, he tomado de mi amigo Eme el estilo de mostraros la cartera)

 FER	7,77%	 RENAULT	2,70%
 GYM	5,95%	 AUSDRILL	2,67%
 MITTAL	5,30%	 INDITEX	2,63%
 HERMLE AG	4,89%	 BOSTON OMAHA	2,47%
 BERKSHIRE HATHAWAY- A	4,37%	 TEEKAY	2,41%
 BREMBO	3,76%	 IPCO	2,35%
 CAMBRIA Automobiles	3,51%	 JOST WERKE AG	2,10%
 TOPPS TILES	3,50%	 COFINIMMO SICAFI	1,87%
 THERMADOR GROUPE	3,11%	 EVEREST(Nombre y logo ficticios)	1,50%
 CAL-MAINE FOODS	2,79%	 TIBN- TITLIS	1,48%
 EXOR	2,76%	 SERITAGE	1,43%
 GRAFTECH	2,72%	 ADL Bionatur	0,80%

En liquidez tenemos el 25.17%

Sin embargo, como digo la explicación o la “educación” me parece fundamental. No sólo para que todos los argonautas estemos enfocados en el mismo objetivo, no sólo para que todos los argonautas-reyes, príncipes y héroes- entendamos mejor lo que nos afecta a nuestra cartera y el porqué, sino también porque esa educación nos permitirá conocer mejor aspectos de la inversión o del comportamiento de los mercados que de otra forma nos costaría más entender. Evidentemente, siendo yo quien escribe, es mi visión la que os transmito... pero no creo que haya nada de malo en ello. Vosotros me habéis otorgado vuestra confianza y por ello queréis que sea yo quien os explique cómo veo la situación. Puede que yo esté equivocado... pero no os transmito nada en lo que yo no crea.

En anteriores Cartas os he explicado por qué la separación entre *deep value* y *compounders* o, con otra terminología, entre Graham y Buffett no tiene mucho sentido; el porqué no hay nada de malo en invertir en FAANG... pero tampoco lo hay en no invertir en ellas; el reiteraros una y otra vez que lo principal es invertir con margen de seguridad y para ello hemos de analizar empresas que estén en nuestro círculo de competencia; el recordaros que el valor y el crecimiento son dos aspectos de la inversión que están unidos por la cadera, como diría Buffett. Recordaros que ha habido momentos en la Historia donde los inversores han olvidado que las cosas se tuercen no creo que sea un mal recordatorio... porque ha pasado y volverá a pasar y, como aparece en el frontispicio de la obra de Graham *Security Analysis*:

*Muchos serán restaurados que están ahora caídos, y muchos caerán que ahora son honrados.*

*Horacio- Ars Poetica*

*Citado en Security Analysis- Ed. 1940- Benjamin Graham y David L. Dodd*

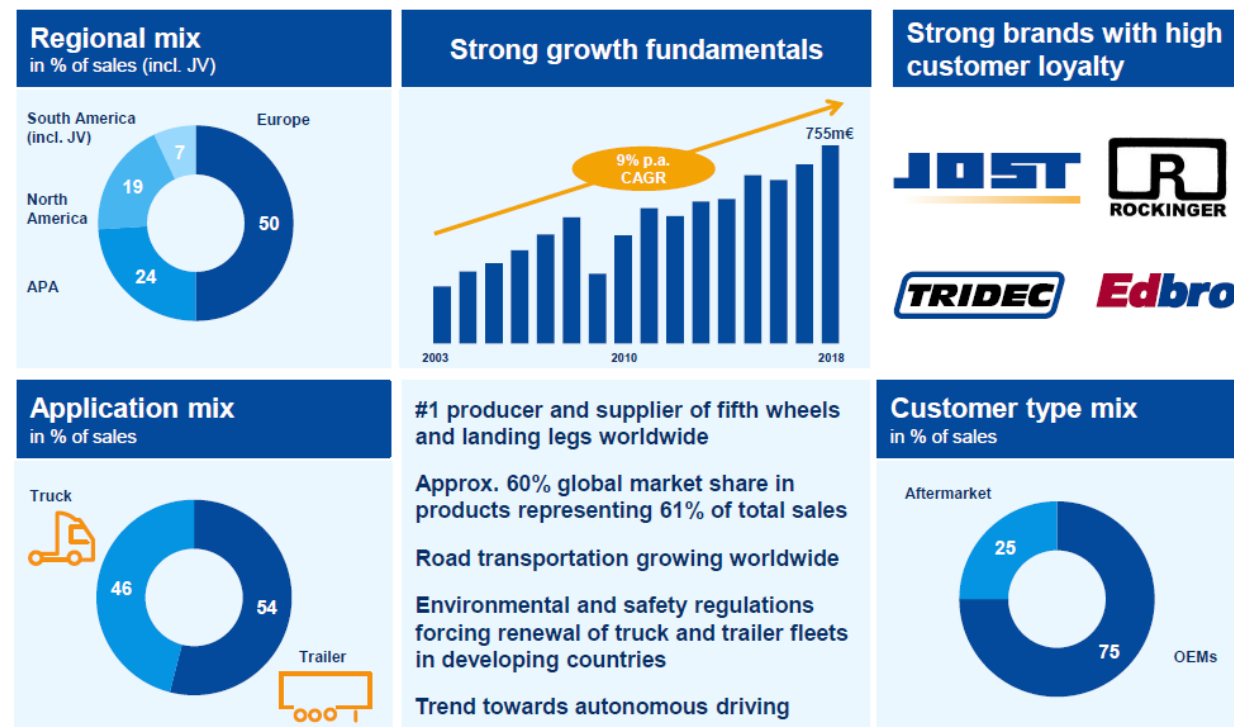
## Algunas Operaciones

Este mes hemos realizado varias operaciones, incrementando posiciones en GrafTech e incorporando dos nuevas empresas a nuestra cartera. Dado que una de ellas- figura con nombre ficticio como EVEREST aunque los argonautas de los que tengo su contacto conocen el nombre real pues así se lo hice saber (recordad, aquellos argonautas que aún no estáis en contacto conmigo... hacedlo. Al final de la Carta tenéis mi correo electrónico) – aún estamos en proceso de construir la posición, no os daré más detalles en este momento y simplemente os explicaré la segunda: **JOST WERKE AG**.

La empresa -JOST- es una compañía alemana, líder mundial como productor y proveedor de sistemas de seguridad críticos para la industria de camiones y trailers a nivel global. Cuenta con unos 2.900 empleados a nivel mundial y se encuentra en 22 países desde los que atiende la demanda de sus clientes, entre los que se encuentran los principales productores y fabricantes, así también como para los operadores logísticos, tanto en el mercado primario como en el de mantenimiento postventa. La empresa se fundó poco después de la Segunda Guerra Mundial a través de un taller, donde el dueño inventó la “quinta rueda” y comenzó a dar servicio al ejército americano que aún se encontraba desplazado en Alemania. Desde entonces su evolución ha sido espectacular.

### JOST at a Glance: A Leading Global Supplier of Safety Critical Solutions for Commercial Vehicles

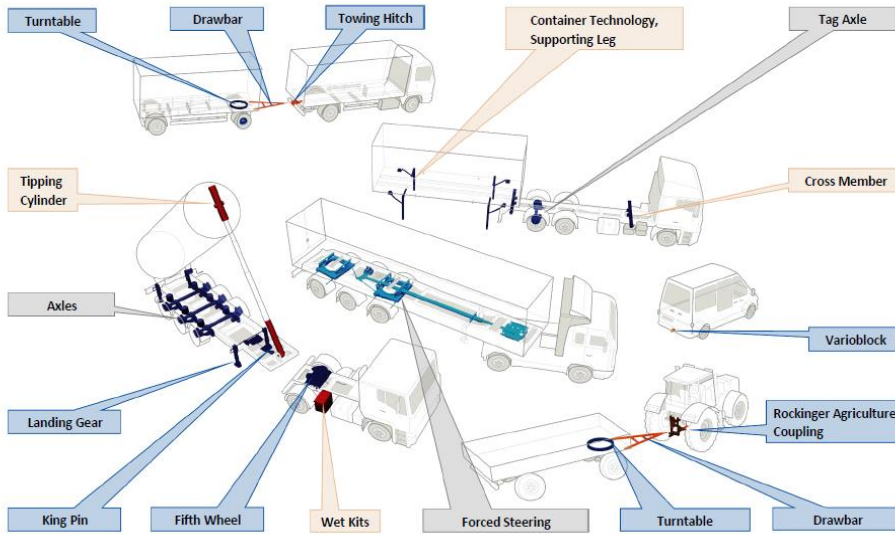
**JOST**





Los diferentes productos que fabrica la empresa suponen una especialización importante y la calidad es lo suficientemente significativa como para que los fabricantes de camiones y trailers no duden mucho en elegir la mejor calidad, ya que el importe que suponen esas piezas sobre el total del vehículo es casi insignificante y, sin embargo, su importancia para la seguridad es crítica.

Main Products Overview



4

Todo esto le ha permitido alcanzar una cuota de mercado significativa y una imagen como empresa de calidad y fiable a nivel mundial que le ha convertido en la principal empresa en su sector.

Global Leadership in Branded Products for Vehicle Interface

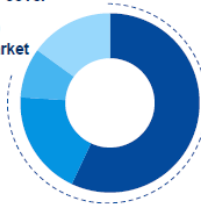


JOST has approx. 60% global market shares in articulated truck-trailer connection market



Fifth wheel market

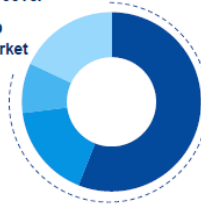
TOP 3 supplier cover  
~85%  
of global market



JOST global market share  
~57%

Landing gear market

TOP 3 supplier cover  
~82%  
of global market



JOST global market share  
~56%

#1 player in core products fifth wheels and landing gear accounting for 61% of total sales

<sup>2</sup> Includes Brazil JV  
Source: Roland Berger 2017, JOST

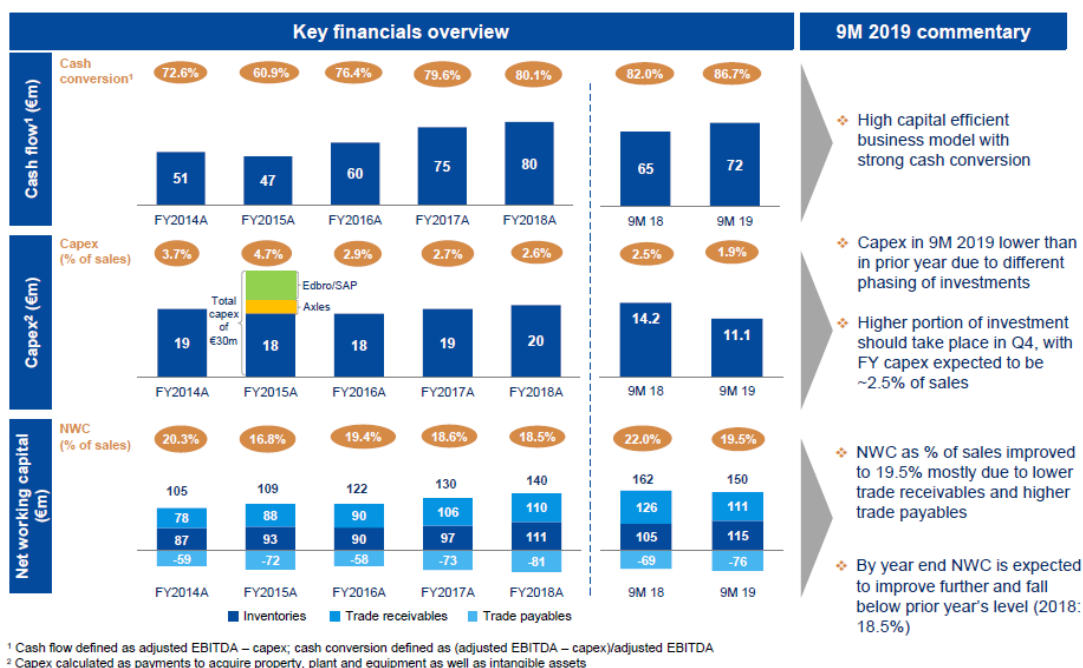
Evidentemente al estar en el sector de automoción, al igual que Brembo por ejemplo, en estos momentos se ve afectada su cotización por los cambios que se están produciendo en el sector a nivel mundial. Este hecho tiene la parte mala de que las cotizaciones se ven afectadas a la baja por los temores o miedos o prudencia excesiva que los inversores tengan sobre el futuro del sector. La parte buena, y es la que nos interesa, es que esa situación no durará para siempre- y menos en el caso de JOST cuyos productos son auxiliares y le da igual montarlos en vehículos de motor de combustión, híbridos o eléctricos, autónomos o no- por lo que podemos tomar posiciones en una empresa rentable, sin problemas de deuda y bien gestionada.

### Business Highlights – 9M 2019



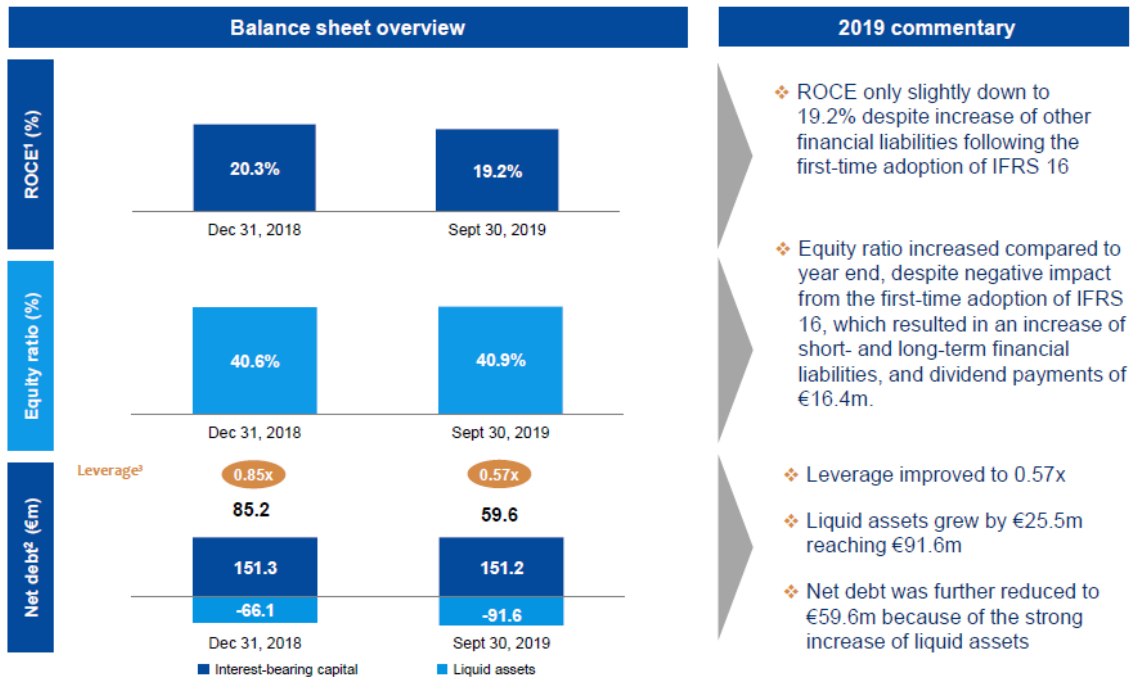
<b>Sales</b>	Markets slowed down in Q3; <b>group sales in 9M up +1.9% to €579m</b>
	JOST's sales in <b>Europe</b> were down by <b>-2.3%</b> to <b>€343m</b> in 9M, despite strong decline of trailer markets
	<b>North America</b> continued with strong momentum <b>+20.9%</b> to <b>€129m</b> in 9M
	Sales in <b>APA</b> down <b>-3.1%</b> to <b>€107m</b> affected by very weak Indian market. JOST could increase prior year's sales in the other countries of the region despite overall declining markets
<b>Earnings</b>	Adjusted <b>EBIT +0.4%</b> to <b>€66m</b> in 9M
	Adjusted <b>EBIT margin</b> in 9M nearly stable at <b>11.3%</b>
<b>Finance</b>	Operating <b>cash flow</b> doubled to <b>€56m</b> due to significant improvements in working capital
	<b>Net Working Capital</b> as % of LTM sales down by <b>2.5pp</b> to <b>19.5%</b>
<b>Outlook</b>	JOST expects sales and earnings in 2019 to decline in a low-single-digit percentage range compared to 2018

### Strong Cash Generation Profile Supported by Low Capex Spend



A nivel de situación financiera, la empresa también resulta sólida. Salieron a cotizar en 2017 y desde entonces han venido reduciendo a marchas forzadas el endeudamiento que tenían como entidad privada (principalmente con los socios principales) y mantienen unos niveles de rentabilidad sobre el capital invertido (ROCE- *Return on Capital Employed*) no sólo elevados sino además resistentes a las crisis que han ocurrido en el pasado.

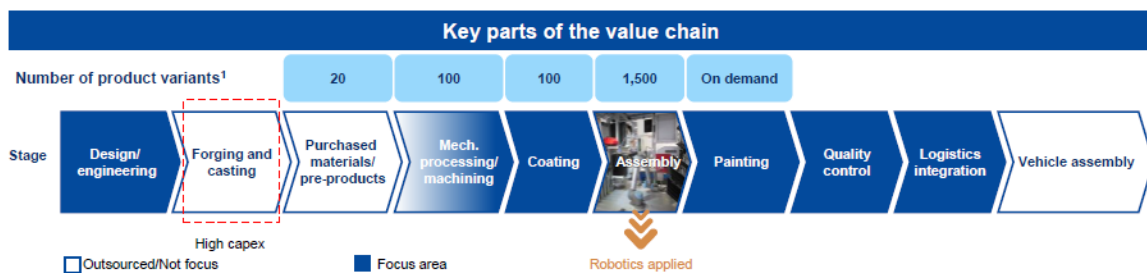
### Equity Ratio and Net Debt Stable on an Excellent Level



<sup>1</sup> ROCE=LTM adj. EBIT / interest-bearing capital employed (interest-bearing capital: equity + financial liabilities (excl. refinancing costs) – liquid assets + provisions for pensions)  
<sup>2</sup> Net debt = Interest-bearing capital (excl. refinancing costs) – liquid assets  
<sup>3</sup> Leverage = Net debt/LTM adj. EBITDA [LTM EBITDA 9M 2019 = €104m ; EBITDA FY 2018 = €100m ]

Y todo esto con una amplia generación de caja... la necesidad de reinvertir en *capex* es bastante reducida debido a la estructura tan ligera que tiene, por lo que les permite mediante su propia generación interna reducir el, actualmente, bajo nivel de deuda, pagar dividendos como retribución al accionista e incrementar la solidez y resistencia de la empresa. Pueden venir crisis en el sector o más generales, pero JOST aguantará bien y saldrá adelante con más fuerza. En el futuro entiendo que su objetivo sea mantener un nivel de endeudamiento irrisorio o incluso contar con caja neta.

### Flexible and Asset Light Business Model Allows a Quick Adaptation to Changing Market Environment



Si os fijáis en la cadena de valor, lo que tienen subcontratado y no es el foco principal de su negocio – esas áreas blancas- es donde mayor importancia tiene la reinversión en capital (el *capex*), mientras que las principales áreas de nuestra empresa, por el contrario tienen un bajo nivel de necesidad de reinversión... de ahí que la convertibilidad del cash flow que genera sea muy elevada y, con ello, positivo para nosotros.

En resumidas cuentas, creo que gracias a la liquidez que teníamos a nuestra disposición- y que seguimos contando con un buen nivel aún, hemos podido tener paciencia y encontrar una empresa estupenda para los próximos años... y quien sabe si para más tiempo. Actualmente el margen de seguridad con el que contamos no es excesivo (un valor intrínseco de 47€/acción frente a un precio actual de cotización de 34,05€/acción) pero sin embargo, es un valor que irá creciendo con el paso de los años, aumentando con ello nuestro propio margen de seguridad.

Lo que deberíais desear- como hago yo- es que su cotización caiga algo más para poder incrementar el peso que actualmente tenemos en cartera... ya sabéis, tener más de algo bueno, no suele ser nada malo.

### Varios

El nivel de liquidez actual es el 25.17% y 24 empresas. Contamos con unos 183 argonautas de toda España y unos 7.000.000 euros bajo gestión.

Quisiera, en estos momentos, tener un recuerdo muy cariñoso para una nueva argonauta, Nora, cuya manita recién nacida ya conocéis pues me dio permiso su padre: Enhorabuena y felicidades a la familia. También quiero comentaros que, si recordáis, hace unos cuantos años mi cuñada se encontraba en una situación que los médicos calificaban de sin salida debido a los tumores que le habían encontrado y la velocidad con la que crecían... gracias a los médicos y, en especial, a vuestros rezos lo que parecía una esperanza de vida de un par de meses a lo sumo se ha alargado unos cuantos años... y hoy finalmente las últimas pruebas muestran que está limpia de todo resto de tumores. ¡Gracias a todos por vuestras oraciones!

En breve os avisaré de cuando celebraremos la Reunión Anual de Argonautas, más conocida como el *Guateque para Capitalistas* (haciendo broma con el *Woodstock para Capitalistas* de Buffett donde reúne a más de 55.000 personas más los que nos unimos a través de internet), y os diré también en qué local de León lo celebraremos este año. Estad atentos y no faltéis. También os informaré cuando tengamos cerrada la fecha de presentación del nuevo libro (en este caso sí puedo recomendarlo... así que lo hago: creo que os gustará) *Value Investing- Austria vs Salamanca, Ed. EOLAS 2019* y que como sabéis podéis solicitar a través de [www.universitrialibros.com](http://www.universitrialibros.com) o en vuestra librería habitual... los que lo han leído ¡parece que han salido más que satisfechos!

El valor liquidativo de este Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 60,98€, 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
3,20%	8,49%	8,14%	19,59%	19,39%	<b>5,51%</b>

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](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%
<b>Real 2011</b>	<b>-20,90%</b>	<b>-16,64%</b>	<b>-17,87%</b>	<b>-0,02%</b>	<b>-18,44%</b>	<b>-9,89%</b>
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	-1,90%	-1,61%	-1,60%	-0,04%	-1,13%	-3,71%

Anualizada*	-0,72%	4,14%	4,54%	13,34%	6,51%	4,22%
Diferencia	4,94%	0,07%	-0,32%	-9,12%	-2,29%	

\* Incluye desde el 16-12-2010

Desde el 21-1-2011

Anualizada	-1,59%	3,19%	3,56%	13,07%	6,07%	4,28%
Diferencia	5,87%	1,09%	0,72%	-8,79%	-1,79%	

