

ARGOS

VALUE FUND

CARTA A LOS ARGONAUTAS- JULIO 2020

León a 1 de Julio de 2020

Queridos Argonautas:

El 16 de Diciembre de 2010 inició su camino el fondo anterior con un valor liquidativo de 10€ por participación. A 30 de Noviembre de 2018 representaba una ganancia del +38,23% sobre el valor inicial y desde el 1 de Diciembre de 2018 hemos continuado la ruta en el fondo **ESFERA I ARGOS** (en adelante “Argos”). A 30 de Junio el valor liquidativo- histórico- es de 12,268084€ (o, en liquidativo del ESFERA I ARGOS: 87,060968€) lo que deja la rentabilidad histórica en **+22,68%** y en lo que va de año en **-19,00%**. El mes de Junio ha sido relativamente positivo para los mercados y también para el Argos, **pero debemos, por encima de todo, seguir lamentando los más de 41.000 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 30-06-2020	-27.76%	+13.62%	+16.85%	+204.17%	+61.81%	+22.68%

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 30-06-2020	72.239,59	113.615,96	116.852,73	304.171,08	161.809,60	122.680,84

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

“Ciertamente en el momento en que se alcanzó el máximo temporal el 8 de Junio, parecía que el mercado estaba siendo valorado de forma que se fijaba en lo positivo, tragándose sin preguntar, y pasando de lo negativo. Eso no es más que una valoración mía. Es sólo mi opinión que el desequilibrio de la atención- y ciega aceptación- de lo positivo era exagerado. Estoy en buena compañía en ser escéptico con las ganancias de Mayor/Junio. El 12 de Mayo, con el S&P500 subiendo un estelar 28% desde el mínimo del 23 de Marzo, Stan Druckenmiller, uno de los mayores inversores de todos los tiempos, dijo: ‘El binomio riesgo-recompensa para las acciones es quizás el peor que haya visto en mi carrera’. Al día siguiente, David Tepper, otro grande de la inversión, dijo que era ‘quizás el segundo mercado más sobrevalorado que haya visto. Dría que el de 1999 estuvo aún más sobrevalorado’.

En los días en que esos dos hablaron, tanto el simple PER futuro como el PER ajustado al ciclo de Shiller estaban muy por encima de los niveles normales, descartando todas las incertidumbres presentes y las grandes caídas que aguardan al PIB y a los beneficios. Y aún así, las siguientes cuatro semanas que llevaron al máximo del 8 de Junio, el S&P500 subió otro 13% más. Lo que esto prueba es que a) “sobrevalorado” no es sinónimo de “fijo que caerá en breve” o b) que Druckenmiller y Tepper estaban equivocados. Me apunto a la opción a). El 8 de Junio, Druckenmiller se describió a sí mismo como ‘humillado’. (En este sentido, si nunca te has sentido humillado, sólo significa que no has calibrado realísticamente tu actuación). Todo lo que sé es que un montón de inteligentes y experimentados inversores concluyeron que los precios de los activos habían subido demasiado comparado con los fundamentales. El tiempo lo dirá.”

Howard Marks- The Anatomy of a Rally- June 18, 2020 pág 7

“No es ‘capitalismo’ en ningún sentido cuando la gente y las empresas son salvadas de sus errores. Repetidamente. Las compañías que deberían haber caído se convierten en zombis, consumiendo recursos y evitando la innovación. El resultado es crecimiento bajo e ineficiente inversión de capital. Es peor aún. Con los tipos de interés arbitrariamente bajos, es ahora más barato para las grandes empresas el comprar a sus competidores que el competir. La deuda corporativa subió desde el 250% del PIB hasta más del 300% en los últimos veinte años. Muchas (no todas) empresas han hipotecado su futuro por las recompras de acciones y otras manipulaciones financieras, recompensando a los ejecutivos y a los accionistas en el corto plazo. A esto es a lo que me refiero con financialización.

La financialización ha cortocircuitado el proceso de destrucción creativa de Schumpeter. El dinero barato ha recompensado a aquellos que tienen acceso a él y afilado la división entre los que tienen y los que no-tienen. Inintencionado, pero muy real.”

John Mauldin- Thoughts from the Frontline-June 12, 2020

“A Damodaran le gusta decir que la disrupción es fácil, hacer dinero con la disrupción es difícil. ‘Siempre existe el riesgo de que mientras la disrupción pueda triunfar, muchos disruptores, especialmente los primeros no se benefician de la disrupción’ explica. La historia que cuentas es una herramienta clave cuando valoras a los disruptores, indica. Tanto que él la llama ‘el secreto más escondido de la valoración’. [.....] Pero no es sólo la habilidad de contar una historia lo que importa. Tienes que tener fe en tu historia. ‘Yo no hago valoraciones para vivir, no hago valoraciones porque sea intelectualmente curioso. No me tumbo despierto y me digo “Me pregunto cuánto vale Facebook ahora”, dice. ‘Yo hago valoraciones por una razón y sólo una: Quiero actuar sobre mis valoraciones. Y os diré porqué la fe y el valor han de ir de la mano. Porque para actuar sobre tus valoraciones, necesitas tener fe en tus propias valoraciones. Eso no es tan fácil como parece. Puedes seguir todas las reglas, pero de nuevo, sólo es un número. Y entonces necesitas fe. ¿Qué tipo de fe necesitas? Que el precio se ajustará al valor.”

Aswath Damodaran on the Disruption Dilemma- February 22, 2020

“¿Cómo debería uno navegar un entorno como el actual? Con gran paciencia y estricta disciplina. Cada posición en la cartera debe ofrecer la perspectiva de interesantes recompensas para los riesgos incurridos. Uno debe estar vigilante para observar los desarrollos adversos e identificar las tesis erróneas, y ser no emocional para tomar la acción apropiada. Uno debe vender cuando los precios alcanzan el valor, incluso cuando no hay nada inmediato que comprar para reemplazarlo. Uno debe estar dispuesto a mantener efectivo, pero también estar posicionado para moverse rápidamente para aprovechar las oportunidades que se presenten. Una diversificación prudente de la cartera es necesaria, pero debe haber también la voluntad de concentrar en las mejores oportunidades. Uno debe evitar especular o invertir en las últimas modas. Un inversor debe estar calibrado para una profunda honestidad intelectual y auto crítica, determinado para ser más inteligente y aprender de la experiencia, centrarse donde se presente una ventaja a la vez que se aleja de las estrategias donde no la hay.”

Seth Klarman, Baupost Letter 2019, December 2019, pag 11

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

Es terriblemente difícil escribir esta Carta pues jamás en la vida pude llegar a imaginar vivir una situación tan terrible y excepcional como la que estamos viviendo. En el inicio de la Carta veis que he eliminado ya las tres cruces y un fondo negro... en señal de luto y de oración- buenos sentimientos para aquellos que no sois creyentes- que enviamos como muestra de dolor, compasión y esperanza por aquellos 41.927 fallecidos oficialmente debido al COVID-19 (sumando las cifras de Madrid y Cataluña), el quitarlos no supone merma de compasión, sino volver a lo que era habitual, seguiremos paso a paso en recuerdo. Es terriblemente doloroso sentir la impotencia de ver cómo tantas personas inocentes ven truncadas sus vidas sin ni siquiera poder tener a su lado el amor de sus familiares. Es doloroso escribir sobre mercados cuando tenemos encima más de 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 Junio los mercados han sido relativamente benévolos, obviamente sin perder su sentido del ritmo (unos días arriba otros abajo) y a nosotros no nos ha ido mal tampoco como podéis comprobar con la comparativa con la Carta del mes pasado.

Entramos ya en el Verano que posiblemente sea uno de los más raros que hayamos vivido, con mascarillas y la distancia de seguridad, y es imposible saber qué deparará el futuro en los próximos meses, pero la cita de Howard Marks nos recuerda una vez más que tener paciencia y ser prudentes puede merecer la pena en el largo plazo. Las subidas desde los mínimos de Marzo han permitido que los inversores se vuelvan a sentir confiados y hayan pasado desde una situación de pánico a una, no de euforia, pero sí de cierta complacencia... como indica Marks, parece que se están centrando en los puntos positivos de la situación y haciendo caso omiso o no dándole la importancia suficiente a las enormes incertidumbres que aún pululan a nuestro alrededor. Desde los comentarios de la Fed hasta las noticias de quiebras o reducción de tamaño y personal de multitud de empresas (y no

pequeñas, sino bien grandes), vemos cada día que la situación puede aún alargarse más de lo que piensan los inversores y, recordemos que aún faltan por salir los datos de PIB y empresariales correspondientes a este segundo trimestre... un trimestre en el que prácticamente toda la economía ha estado paralizada en un grado nunca antes visto, ni siquiera en tiempo de guerra. Si alguien piensa que "eso" no va a tener su reflejo en las cuentas de las empresas o en las cifras de crecimiento de PIB es que hay que poner una foto nueva en la definición de "optimista".

Obviamente no todas las empresas o sectores se han visto afectados de la misma forma, como hemos visto en meses pasados. Por ejemplo el sector de la distribución de alimentos ha funcionado muy bien, pero el resto prácticamente se ha visto afectado en gran medida y no para bien. Aún hay sectores que en medio de la reapertura no han recuperado la gracia de antaño... puede que casi todas las empresas estén volviendo a la actividad pero ése no es sólo el problema, el problema real es a qué ritmo, a qué nivel de actividad están volviendo. Por mucho que abran el 100% de las empresas que existían antes del estado de alarma, si lo hacen al 50% ya supone un varapalo tremendo... y esto afecta a todos los sectores y empresas. Incluso las que por vivir en su mundo digital parece que son inmunes... todas se ven afectadas, quizás no en un primer nivel, pero sí en la segunda o tercera derivada. Siempre se nos dice que el buen inversor es aquel que no sólo ve el primer efecto o consecuencia, sino los segundos y terceros... Pues apliquémonos el cuento.

Al terminar el mes Topps Tiles publicó su actualización al mercado indicando qué tal había ido su negocio hasta el 27 de Junio... el consejo de administración está contento con la evolución que han tenido de pedidos *porque han sido mejores de lo que esperaban*. Eso no significa que se haya recuperado el nivel del trimestre del año pasado, simplemente supone que al reabrir las tiendas, han tenido más negocio del que inicialmente tenían previsto. Eso son buenas noticias, desde luego, pero no supone que estén a plena actividad y como si ya se hubiera superado todo. Insisto, buscamos empresas que salgan vivas de la tormenta... mojadas seguramente, algunas incluso empapadas, pero vivas. Ojalá las hubiera que *en toda situación problemática* son capaces de salir secas y bronceadas... pero de eso no hay.

Algunas empresas pueden salir con bien de "esta" crisis pero es posible que se vean afectadas por otro tipo de crisis. No me parece lógico buscar empresas que, pase lo que pase, siempre suban y suban como si el mundo no fuera con ellas y no pudieran ser afectadas por lo que pasa en el mundo. Por ejemplo, algunas de las más conocidas dependen de ingresos publicitarios para sus beneficios. Tienen ventajas muy potentes en este negocio porque son capaces, gracias a la autorización que los propios usuarios damos gratuitamente, de facilitar publicidad casi personalizada a las empresas anunciantes... algunas empresas son grandes multinacionales y grandes productoras de publicidad, otras son cientos de miles de pequeñas empresas que aprovechan los bajos precios y la personalización para publicitar sus negocios locales y tener acceso a un mercado online mucho mayor.

Aunque las ventajas que estas empresas ofrecen como plataforma publicitaria son obvias y, hoy por hoy, imbatibles... siguen dependiendo de que sus clientes generen y compren esa publicidad. Algunos de estos lo mantendrán, quizás reduciendo el precio o la frecuencia, algunos pocos- más solventes incluso en esta situación- serán capaces de incrementar su gasto en publicidad... pero si muchas empresas se ven con agobios financieros debido a no poder operar a su ritmo habitual o si muchas de ellas deben cerrar sus puertas, el volumen de ingresos por publicidad para las plataformas se verá afectado. Seguramente sea temporal porque sus ventajas actuales- recalco lo de "actuales" porque estamos hablando de empresas basadas en la innovación tecnológica y ésta puede aparecer

cuando uno menos lo espera- siguen siendo importantes, pero mi intención al comentarlo es simplemente recalcar que todas las empresas se ven afectadas- directa o indirectamente- cuando la crisis es tan profunda y extensa como la que estamos viendo.

La tercera cita del profesor Damodaran es muy importante. A veces nos centramos en pensar que el secreto de la valoración depende de una serie de fórmulas matemáticas y normalmente es lo que le suelen preguntar a uno cuando hablamos en público en este sentido. Pero al final no es una cuestión de si utilizamos una tasa de descuento u otra, o de si realizamos suma de partes para alcanzar el valor o si miramos tal o cual ratio ... pretendemos conjurar el análisis de una empresa de la forma más matemáticamente posible porque así, pensamos, podremos automatizar el proceso mucho mejor y más rápido. Pero no se trata de eso. Nunca se ha tratado de eso. Al revés... esas fórmulas matemáticas pueden indicarte varias cosas respecto a la situación de las cuentas de una determinada empresa, de forma estática o dinámica, ver su evolución en el tiempo, ver si ha hecho cosas raras en el pasado para ver si es factible que las vuelva a hacer en el futuro.

Pero insisto, nunca se ha tratado de eso. Al final, todos esos números, fórmulas, ratios, se reducen a mostrar una imagen de la empresa que depende de muchas variables y que no serán iguales en el futuro- de donde depende nuestra rentabilidad-, no pueden darnos más; no pueden contarnos la historia de esa empresa. Y es ahí, en la historia, en el relato que diría Damodaran, donde podemos conocer y comprender de verdad lo que esa empresa hace y el porqué gana o pierde dinero... es en ese relato, en esa historia, donde los números que hayamos calculado u observado con las fórmulas, ratios y demás cobran sentido y donde podemos entender cómo y porqué se han producido. Y al entenderlo podemos razonar nuestra inversión, podemos defenderla y apostar por ella y cuando el mercado no nos da la razón en el corto plazo, podemos aprovechar los nuevos precios más bajos para seguir incrementando la posición en esa empresa. Porque la entendemos, porque confiamos en ella... y en lo que hemos visto al analizarla.

Desde luego, en todo proceso de valoración no hay nada que nos permita “certificar” o “garantizar” que es nuestro análisis el correcto y no el del mercado. En ocasiones nos encontraremos con que deberemos aceptar, humildemente, que el mercado- por el motivo que sea- tenía razón y nosotros estábamos equivocados. Pero si hemos leído bien la historia, el relato de la empresa y hemos apostado por ella, en líneas generales suele salir bien. Unas veces saldrá muy bien rápidamente, en otras saldrá muy bien más lentamente, y todas ellas terminarán superando aquellas pifias en las que nos veamos inmersos, que las tendremos. La prueba la tendremos cuando al pasar los años veamos que nuestro patrimonio, incluyendo esas pifias, ha logrado superar al mercado con dividendos brutos como podéis comprobar por la rentabilidad promedio a nuestro favor respecto al mercado (Ibex35 con dividendo brutos) desde el inicio real de nuestras operaciones el 21-1-2011. Damodaran tiene razón... es la confianza en el relato de qué hace, cómo lo hace, cuál es su cultura, quienes son sus directivos lo que importa. Ahí se condensa todo lo que podamos calcular numéricamente... pero claro, tiene un problema, no es modelizable matemáticamente en un ordenador. Hay que hacer el trabajo duro uno mismo. Pero, ¿sabéis qué? Es divertido.

Es cierto, como dice la cita de Mauldin, que el sistema que conocemos como “capitalismo” o, prefiero, “de libre mercado” implica la asunción de errores por parte de los intervinientes en el mismo, empresas y personas. Va en la lógica del sistema el proponer que si uno reclama los beneficios derivados de sus acciones, asuma de igual modo los costes, pérdidas y riesgos que dichas decisiones tomadas de forma “libre y voluntaria” (y aunque lo parezca, no siempre lo son... no todas las decisiones que tomamos son libres y voluntarias tal y como explico en mi último libro “Value

Investing. Austria vs Salamanca, Ed. EOLAS 2019”) le puedan suponer al individuo o a la empresa. Esa es la norma general de conducta, claro, porque aunque parezca raro hay momentos en los que es preciso, por un bien común mayor, romper dicha regla y asumir esa ayuda... pero esto queda para otra discusión en la que, como indico en el libro, contaríamos de nuestro lado con los escolásticos de Salamanca, empezando por el padre Juan de Mariana S.J.

El problema, como bien indica Mauldin, es que nos hemos acostumbrado a que lo que debiera ser excepcional se convierta en habitual, “*repetidamente*” dice en la cita, y ello no puede hacerse sin costes: consumo de recursos que van a sostener empresas zombis, menor innovación, menor crecimiento, etc. Y como él dice, los tipos bajos de forma artificial fomentan decisiones erróneas que terminan llevando a buscar la recompensa en el corto plazo mediante argucias financiero-contables coartando o impidiendo el proceso de destrucción creativa que fomenta la libre competencia y llevando a una situación social en la que unos se ven extraordinariamente favorecidos a costa de otros que no disfrutan de esas ventajas. En el libro explico el porqué y de dónde viene esta situación, pero Mauldin y otros apoyan la misma tesis... la financiarización de las economías, con sus buenas cosas, también ha incrementado la diferencia entre quienes tienen patrimonio invertido en activos financieros y quienes no pueden permitírselo.

Y no es broma, recordad que el 40% de los americanos no cuenta con \$400 para imprevistos... seguramente la mitad o más de los americanos no dispongan de \$1000 para imprevistos. Eso son muchos millones de personas y coincidiremos en que esa cantidad para imprevistos tampoco es un chollo que digamos ni, desde luego, una fortuna. Aunque los datos son para EEUU podemos estar seguros que, con ligeras diferencias, será parecido en el resto de países occidentales. ¿Y qué ha pasado? Que los imprevistos han llegado y ¡en qué manera! Como bien dice Mauldin, esta situación desde luego no ha sido buscada o no ha sido intencionada pero *es muy real*.

En relación a la cita de Klarman, poco hay que añadir. Simplemente nos recuerda que merece la pena seguir apostando por la prudencia, la paciencia y la disciplina. A veces tenemos que afrontar situaciones no previstas (COVID-19, por ejemplo y cómo ha cambiado la historia que teníamos de algunas empresas y cómo ha generado un extra de incertidumbre que aún está flotando y no se ha posado lo suficiente para ver por dónde va el sendero) y hemos de decidir con determinación el asumir esas pérdidas y modificar la idea de inversión. El objetivo sigue siendo siempre el mismo: posicionar vuestro dinero en aquellas alternativas que a nuestro juicio supongan una inversión prudente y rentable en el futuro.





















Pero lógicamente no todas las decisiones que nos valen en un determinado entorno merece la pena mantenerlas cuando el entorno cambia bruscamente. Es en esa flexibilidad de criterio donde se aplica la recomendación de Klarman. En líneas generales, venderíamos una posición cuando ésta alcanza su valor intrínseco o se acerca lo suficiente como para estrechar el margen de seguridad y que merezca la pena llevar ese dinero a algún otro lugar; incluso mantenerlo en liquidez el tiempo necesario si no hay “nada inmediato” para reemplazarlo. Algo así hemos hecho este mes, como os explicaré más adelante.

Sin embargo, en otras ocasiones hemos de vender- con ganancias idealmente, con pérdidas si no hay otra- cuando la tesis sobre una compañía ha variado. Tesis es una palabra que me resulta muy grande, prefiero la historia o el relato que diría el profesor Damodaran. Y es obvio que la pandemia del COVID-19 ha modificado el relato de muchísimas empresas. Con suerte sólo a corto plazo (quizás estemos hablando de un par de años), en otras desgraciadamente de forma permanente o a largo plazo. Ello debe llevarnos a ser prudentes con vuestro dinero y tomar la decisión de vender

aunque la empresa en cuestión nos siga gustando y pensemos que sólo puede verse afectada a corto plazo... porque lo que es seguro es que, en estos momentos, no sabemos exactamente cuán profundo y estructural puede ser el daño que esta situación pueda suponerles y, posiblemente, haya alternativas más claras o donde veamos una mejor opción para vuestro dinero en esta situación. De hecho, el mercado suele ser generoso y suele ofrecer alternativas de forma casi ininterrumpida- no siempre, es cierto, pero suele pasar- y de entre ellas habremos de seleccionar para invertir aquellas en las que encontremos no sólo que nos gusta la historia, la empresa, sino sobre todo que el precio que el mercado nos pide por ella sea adecuado.

Y es en esta última parte donde suelen producirse los problemas. He identificado cuatro probables inversiones, una de ellas dentro del ámbito de los negocios digitales por cierto, pero de momento tan sólo una, de la que os hablaré en la sección de “Otras Operaciones”, está en estos momentos a un precio que considero más que razonable... para las otras, habremos de esperar hasta que el mercado cambie de opinión- o el valor de la empresa suba lo suficiente- y nos ofrezca un buen margen de seguridad. Hasta entonces mantendremos liquidez sin problemas.

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

 FER	7,84%	 AIMIA	3,58%
 HERMLE AG	5,84%	 KORN FERRY	3,51%
 MITTAL	5,82%	 EXOR	3,45%
 JOST WERKE AG	4,99%	 BOSTON OMAHA	3,19%
 INDITEX	4,96%	 TOPPS TILES	3,08%
 THE GYM	4,17%	 CAMBRIA Automobiles	2,94%
 BREMBO	4,11%	 AUSDRILL	2,87%
 BERKSHIRE HATHAWAY	4,04%	 TEEKAY	2,16%
 RENAULT	3,83%	 CLARUS	2,12%
 GARMIN	3,67%	 TOTAL LIQUIDEZ	23,81%

Algunas Operaciones

A lo largo de este mes procedimos a deshacer la posición que teníamos en **COFINIMMO SICAFI**; el REIT belga que tenemos desde hace tantos años y que nos ha funcionado realmente bien en los dos periodos. En este caso, la rentabilidad entre plusvalía y dividendo casi roza el 20%, nada mal para una posición que hemos tenido como alternativa más rentable a la liquidez y que no nos ha deparado grandes riesgos. En el caso de Cofinimmo he de decir que aunque los datos que ha mostrado en el primer trimestre han sido sorprendentemente buenos en relación a lo que podría suponerse de la situación actual, no es el pasado lo que me atrae de la empresa sino que es su futuro lo que me supone problemas de certidumbre a corto y, quizás, medio plazo. Su negocio se centra

principalmente en oficinas y en residencias para mayores y, en estos momentos, quizás me equivoque y no se vea realmente afectada, he preferido deshacer la posición debido a la enorme incertidumbre que veo a nivel tanto estructural- incremento de costes y reducción de necesidad de espacio físico lo que debe llevar a menores ingresos por metro cuadrado y con ello menores márgenes- como a nivel de legislación... insisto, es posible que me equivoque y la empresa sea capaz de sortear todos los problemas sin inconvenientes, pero prefiero mantenerme vigilante pero al margen.

La empresa me sigue gustando y espero poder volver a invertir en ella en el futuro, pero de momento estoy más cómodo sin ella en cartera. El hecho de que haya recortado desde que la vendí NO supone en modo alguno que la decisión haya sido correcta y que el mercado “me esté dando la razón”. Lo que hace o deja de hacer el mercado a corto plazo (y hablando de un mes es cortísimo plazo) no me importa lo más mínimo. En los próximos trimestres veremos realmente si la decisión ha sido correcta o si he visto más riesgos de los que realmente deba afrontar la empresa.

Respecto a **GARMIN** os comenté que habíamos empezado a comprarla el mes pasado y continué algo más a principios de este. De momento el mercado nos está dando la razón y ha subido... pues bien, al igual que os acabo de indicar en el caso de Cofinimmo, estos movimientos a cortísimo plazo del mercado no son relevantes ni indicativos de nada. Sí es cierto que pesa casi un 4%, lo que está bien y si llega el momento aprovecharé para comprar algo más, pero de momento me parece una posición razonable en una empresa que, como recordáis, no tiene deuda y es una joyita. Lo mejor está por llegar.

Aprovechamos la liquidez generada por la venta de Cofinimmo para incrementar posiciones en otras empresas, **BostonOmaha, Topps Tiles, Clarus , MITTAL** y **HERMLE** y hemos recibido nuevas acciones por parte de la mayor posición de la cartera **FERROVIAL**. En todas ellas hemos tenido posteriormente un buen comportamiento... pero insisto, la idea no es tener un buen comportamiento a un mes vista sino ser capaces de comprar empresas en las que pensemos que, a cinco, diez o más años vista, lograremos rentabilidades promedio más que atractivas. En el caso de Ferrovial, por ejemplo, que fue la primera empresa en la que empezamos a invertir el 21-1-2011 la rentabilidad promedio que nos ha generado supera el 17% en estos momentos... y no está en máximos, claro. No todas ellas las mantendremos tanto tiempo (pienso, en concreto en MITTAL) pero creo que seremos capaces de lograr buenas rentabilidades promedio.

En los últimos días, como los argonautas por Telegram ya sabéis, deshicimos la posición en IPCO y GrafTech y el 1 de Julio la posición en LVMH. De las tres he de decir que son estupendas empresas, aunque en el periodo que las hemos tenido ni IPCO ni GrafTech nos han generado rentabilidad y sí pérdidas. Sin embargo, el motivo de venderlas ha sido variado y en las tres debido a cómo veo que la situación de la pandemia puede afectarles. Creo que tanto IPCO como GrafTech, aunque en negocios diferentes, se hayan relativamente en el mismo campo, materias primas, y hoy por hoy, creo que aún pueden sufrir durante más tiempo.

En el caso de LVMH la decisión ha sido por un motivo más feliz. En primer lugar en el poco tiempo que la hemos tenido en cartera ha subido con fuerza y se ha acercado bastante al valor liquidativo que le tenía calculado- algo con lo que nunca cuento cuando empiezo a invertir en una determinada empresa... no puedo contar o confiar que el mercado la haga subir un par de meses después de comprarla yo- y por otro lado, tal y como os pasé a los argonautas de los que tengo el contacto en Telegram, esta situación del COVID-19 ha llevado a los americanos a incrementar su tasa de ahorro a niveles no vistos en décadas, el 33%. Esto en sí mismo es lógico y positivo, puesto que esos

americanos que no cuentan con dinero para imprevistos, al encontrarse en una situación donde la empresa donde trabajaban lo pasa muy mal, donde ellos como empresarios han dejado de tener ingresos y demás, lo lógico, lo normal es incrementar el ahorro por lo que pueda venir. Hasta ahí fenomenal.

El problema es que, según datos de John Mauldin en su TFTF_Jn_27_2020, **casi toda esa ganancia en tasa de ahorro** ha sido debida, no a las clases medias o medias-bajas, sino a la clase alta. Más del 50% del declive en consumo en Abril y Mayo ha sido debido a que el primer cuartil (el 25% de mayores ingresos) ha dejado de comprar. El cuartil de menor renta prácticamente no ha dejado de consumir, pero aquí hay que hacer la explicación de por qué. Básicamente gracias a que han recibido en sus cuentas el dinero del apoyo financiero otorgado por la Administración Trump y, por otro lado, porque la mayor parte de su consumo se centra, evidentemente, en consumo de productos básicos y que no es fácil reducir su consumo de manera arbitraria, o al menos no tan arbitraria como el consumo global que puede hacer aquél que se encuentre en el cuartil de mayores rentas anuales. Aunque esos datos se refieran a EEUU, es obvio que las cuentas de LVMH que se centra precisamente en el segmento de mayores ingresos anuales se ha de ver afectado de una manera u otra. Esto, junto con la subida anterior en la cotización de la empresa, es lo que me ha llevado a vender la posición. Ojalá en el futuro podamos volver a incorporarla.

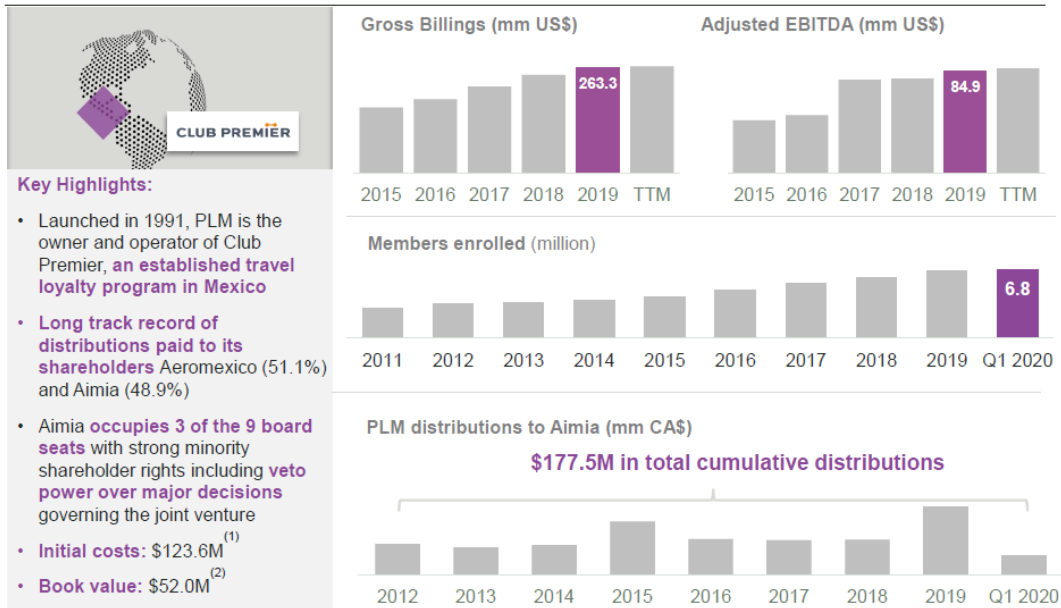
Vayamos ahora con la nueva empresa que hemos incorporado en la cartera. **AIMIA**, es una empresa pequeña- capitalización en el entorno de 190-200 millones de euros, canadiense. La hemos comprado entre 2.8-3.00 CAD y cuenta con efectivo de 2.33 CAD por acción y la empresa acaba de anunciar, tras hacer nosotros nuestras primeras compras, un programa de recompra de acciones del orden de casi el 7% del total de acciones, lo que es buena noticia: por un lado tienen dinero líquido de sobra, por otro lado el precio en mercado es el 60% del valor en libros (incluyendo en dicho valor el dinero efectivo, insisto) por lo que están dando un uso estupendo al dinero de la empresa.

La empresa ha sufrido una reestructuración en los últimos años y el nuevo equipo formado entre otros por unos inversores *value* como Phil y Chris Mittleman permite entender que el planteamiento de inversión que piensa seguir esta empresa holding canadiense va a estar alineada y enfocada en crear valor para los accionistas. La incorporación de los hermanos Mittleman se ha producido tras el acuerdo para fusión/absorción de su gestora de inversión, *Mittleman Brothers LLC*, recientemente. Han conseguido una buena reputación como inversores *value* en los últimos 17 años posicionándose dentro del mejor 1% de inversores globales según la firma *Informa Investment Solutions PSN*, Y ambos han ligado dos tercios de sus remuneraciones dentro de AIMIA a diferentes medias, entre ellas que la cotización de nuestra nueva empresa supere los \$6.00 CAD durante al menos un periodo de veinte días. Veremos que dicho nivel, no es tan complicado de alcanzar como valoración para la empresa.

La empresa inicialmente mantenía el peso de su negocio en el sector de puntos de fidelidad, en concreto a través de CLUB PREMIER junto a Aeroméxico (la filial conjunta es PLM) y donde la relación de hace ya muchos años acaba de ser ampliada hasta 2050 en unas condiciones que, creo, os gustarán.

CORE HOLDING: PLM

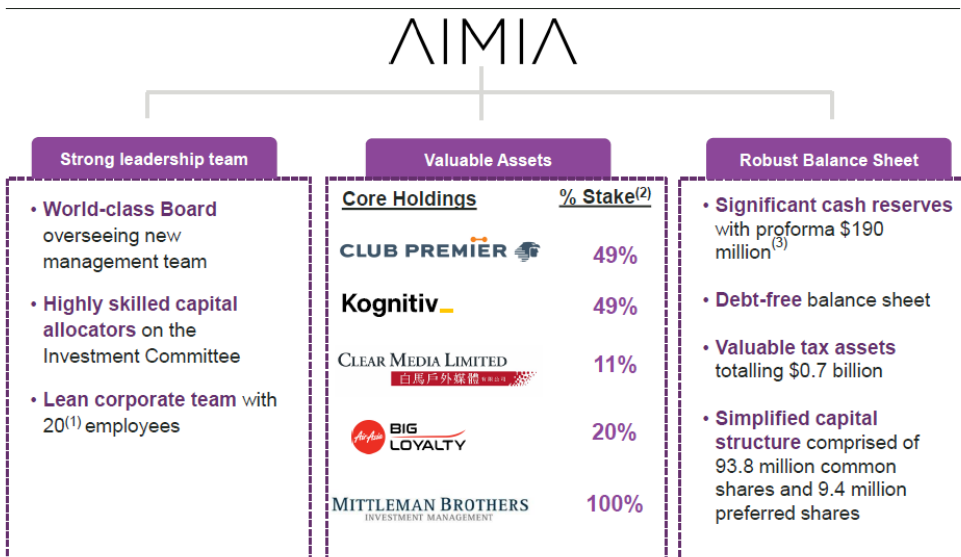
ESTABLISHED TRAVEL LOYALTY PROGRAM IN MEXICO



1. \$24.1M in Sept 13, 2010, \$11.8M in Feb 28, 2011 taking total equity stake to 28.86%, and acquiring another 20% equity stake for \$87.7M in Dec 17, 2012 for a total of 48.86%
 2. Book value as of March 31, 2020.



El acuerdo de extensión con Aeroméxico implica que ésta tiene el derecho a comprarnos, en los próximos siete años, nuestra parte (48.9% de PLM, la empresa conjunta) a un precio que será el mayor entre 7,5 veces el EBITDA o \$400 millones. Tened presente que esos \$400 millones son en dólares de EEUU, con su cambio actual de 1.3574, significa que son \$543 millones de dólares canadienses. Eso representa 5.60 CAD por acción... el mínimo precio, me refiero. Si el cálculo de 7.5 veces EBITDA es superior a los \$400 millones de dólares americanos y el cambio de divisa se mantiene alrededor de estos niveles, el precio por acción para nosotros es mayor. Recordad que la estamos comprando por debajo de \$3CAD por acción, y de éstos algo más de dos dólares son efectivo.



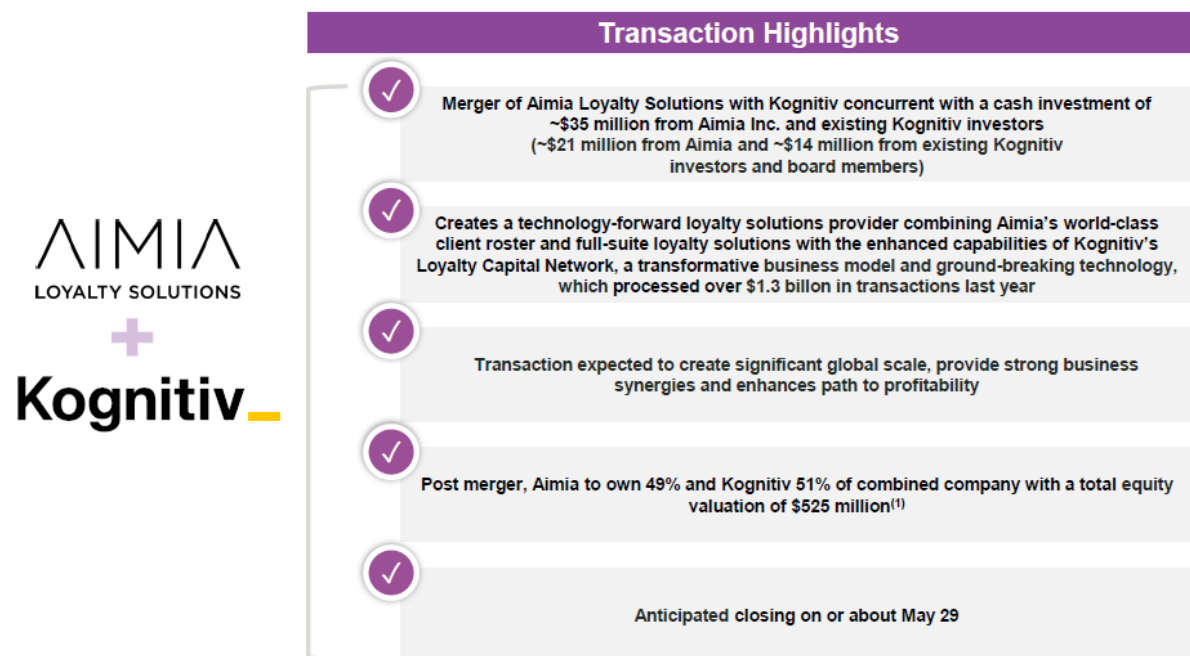
(1) Total employee count after closing the Loyalty Solutions and Kognitiv merger, and acquisition of Mittleman Brothers LLC.
 (2) Aimia's proforma stake after the close of transactions.
 (3) Includes cash and cash equivalents, restricted cash, and short term and long term investments.



Pero además de esta posición *core*, nuestra compañía tiene otras inversiones que también suman a su valor intrínseco como vemos en la gráfica anterior. Clear Media Limited, donde tenemos un 11% es una de las mayores empresas de publicidad urbana en China, con cuotas de mercado superiores al 70% en ciudades como Pekin, Shangai o Guangzhou. Esa participación, a precios actuales supone unos \$73 millones de dólares canadienses, aproximadamente un valor por acción de \$0.75CAD. La posición en BIG Loyalty, programa de fidelización en el sudeste asiático, en especial para la compañía AirAsia con una base creciente de clientes de más de 25 millones de miembros a final de 2019, la empresa invirtió 24 millones de dólares y la última operación valoró su paquete a 31 millones de dólares... equivalente a unos \$0.34 CAD por acción. La posición del 100% en Mittleman Brothers no vale menos de unos \$35 millones de dólares y con mayor probabilidad, dado el compromiso por incrementar los activos bajo gestión significativamente, unos \$50 millones. En cualquier caso estamos hablando de otros \$0.35 CAD por acción.

CORE HOLDING: KOGNITIV

KOGNITIV MERGER TO FORM A VISIONARY LEADER IN LOYALTY



(1) Equity valuation implied by value of concurrent financing completed at USD \$375 million post-money valuation.

AIMIA

© 2020 Aimia. All rights reserved. 13

En este caso, tras la fusión podemos asumir un valor de nuestro 49% en la empresa fusionada entorno a los \$249 millones de dólares canadienses o, en dólares por acción: \$2.71 CAD por acción. Básicamente lo que tenemos es que por \$2.93 CAD hemos adquirido una empresa que, siendo prudentes, podemos valorarla en unos \$9.75CAD por acción. Mucho margen de seguridad incluso aunque sean solamente \$8CAD por acción... y os recuerdo nuevamente, en los 2.93 que hemos pagado, hay unos \$2 que son dinero en efectivo.

En resumen, creo que hemos incorporado una empresa con un estupendo margen de seguridad y buenas perspectivas de incrementar su valor intrínseco con el paso del tiempo, porque la mayor parte de ese efectivo no se usará para recomprar acciones (recordad que recomprarán el 7% del capital

actual aproximadamente, lo que incrementa nuestra posición) sino para invertirlo en empresas que ofrezcan buenas perspectivas a largo plazo.

Varios

El nivel de liquidez actual es el 25,78% y 19 empresas. Contamos con unos 183 argonautas de toda España y unos 5.850.000 euros bajo gestión.

El valor liquidativo de este Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 53,29€, 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
-20,33%	-14,93%	-15,77%	15,95%	8,57%	-11,25%

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



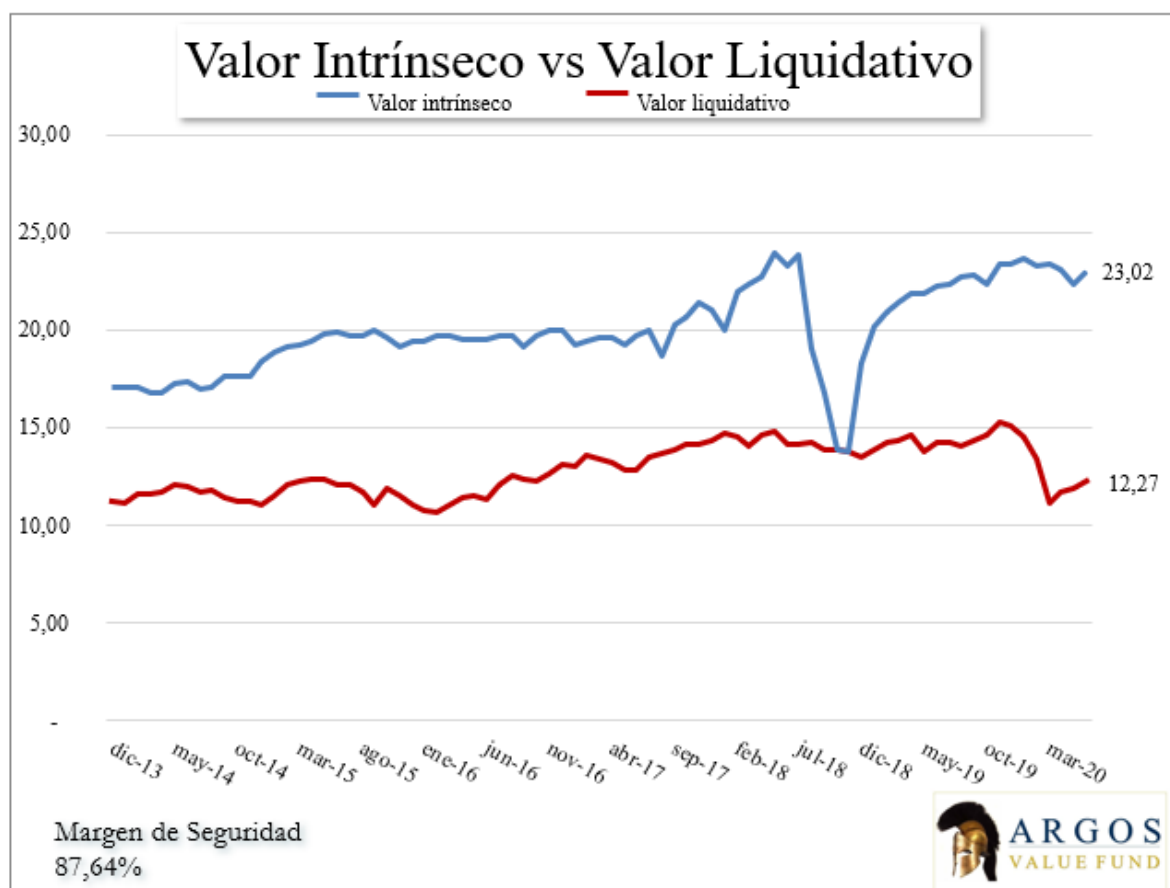
	Ibex35	Ibex35 con div	IGBM Total	S&P500 div	EuroStoxx50 div GR	ARGOS
Año 2011*	-14,43%	-9,08%	-10,14%	2,10%	-14,77%	-10,00%
Real 2011	-20,90%	-16,64%	-17,87%	-0,02%	-18,44%	-9,89%
Año 2012	-4,66%	2,78%	5,01%	16,00%	19,57%	9,14%
Año 2013	21,42%	27,75%	29,88%	32,40%	22,74%	14,27%
Año 2014	3,66%	8,62%	9,08%	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	-24,27%	-22,85%	-23,36%	-3,08%	-10,09%	-19,00%

Anualizada*	-3,35%	1,35%	1,65%	12,36%	5,17%	2,16%
Diferencia	5,51%	0,82%	0,52%	-10,20%	-3,01%	

* Incluye desde el 16-12-2010

Desde el 21-1-2011

Anualizada	-4,18%	0,43%	0,70%	12,10%	4,74%	2,20%
Diferencia	6,38%	1,77%	1,50%	-9,90%	-2,54%	



ANEXO: Entrevista para MOI Global

(Gracias a mi amigo Ezra por el detalle de la entrevista y la autorización para incluirla en esta Carta)

MOI Global en Español: *¿Qué oportunidades de inversión estás viendo en estos momentos?*

Miguel de Juan Fernández: Con un mercado de fuertes subidas y bajadas, pero básicamente en tendencia bajista, las oportunidades son, casi, demasiadas. Tenemos que hacer un esfuerzo a la hora de seleccionar dónde queremos invertir el dinero de los argonautas. En este periodo hemos optado, sin prisa, pero sin pausa, por incrementar posiciones en algunas empresas que ya estaban en cartera y por incorporar algunas nuevas, primando la calidad más que sólo el margen de seguridad. En esta situación, las compañías excelentes saldrán adelante; las mediocres quizás puedan ofrecer rentabilidad tras una situación de liquidación, pues ahora es más importante sobrevivir. De ese modo, y como nuevas empresas, hemos incorporado **Korn Ferry [KFY]**, **LVMH [EPA: MC]** y **JOST Werke [ETR: JST]**.

MOI: *¿Alguna compañía en tu cartera que está siendo castigada?*

de Juan Fernández: Como ejemplo de un sector que se ve castigado por esta situación a la que se suma la que ya venía arrastrando podría comentar **Renault [EPA:RNO]**. Como sabíamos, el sector automóvil se estaba viendo afectado por un proceso de ajuste y reestructuración tremendo, la combinación de esta situación junto con el parón económico derivado de la llegada del COVID-19 ha forzado aún más la situación, deprimiendo todo el sector aún más. Evidentemente son compañías que, históricamente, siempre han tenido un alto porcentaje de costes fijos —ahora son más evidentes— y dado que no hay compradores, las cotizaciones han recortado a niveles realmente ridículos. Es difícil pensar que el futuro pueda deparar la quiebra y desaparición de los grandes fabricantes y pienso que, antes de ello, dado el interés político que existe en mantenerlas vivas puedan recibir ayudas suficientes para seguir vivas y, en este sentido, los precios de Renault, muy por debajo de su valor teórico en libros (incluso por debajo del valor en libros si a este le hacemos un ajuste del 80%) pienso que son una oportunidad para incrementar una posición que ya teníamos.

Dicho esto, en esta situación las cosas pueden cambiar de un día para otro y el gestor se puede ver forzado a cambiar su estrategia respecto a una u otra compañía si las circunstancias cambian.

MOI: *¿Y una empresa que no esté siendo afectada en su cartera?*

de Juan Fernández: Es cierto que hay sectores o empresas que se ven menos afectadas —pensemos en el propio sector de alimentación o farmacéutico— pero dudo que haya sectores que no se vean afectados por esta situación. Una familia no puede comer más de lo que suele hacer. Quizás están adelantando compras ahora por si acaso posteriormente hay desabastecimiento, pero cuando todo vuelva a la normalidad ese consumo extra servirá de colchón; lo mismo con los medicamentos o cualquier otro bien o servicio. Quizás se podría pensar que haya sectores como los relacionados con el mundo digital que parezca que el efecto es

positivo (en número de datos evidentemente); pero incluso estas compañías dependen, para monetizar sus servicios, de que haya empresas que quieran anunciarse en sus plataformas. Pueden ser las menos afectadas porque sus costes fijos son menores que una empresa del mundo físico, pero el desplome de sus anunciantes también les afectará.

MOI: *Para finalizar, compártenos un comentario libre.*

de Juan Fernández: Estamos en una situación de parón económico, pero hay una serie de gastos que llegan sin tregua cada día; no pueden ser parados o pospuestos. Hay que tener ingresos para poder comprar comida. Esto tendrá un coste enorme en todas las economías mientras los gobiernos no sean capaces de articular una forma viable de entregar dinero directamente a las familias para que, al menos esos gastos, puedan afrontarlos y con ello, salir vivos mientras dure el parón. En este sentido, la decisión del presidente Trump o la propuesta de VOX en España las considero adecuadas. Es difícil recuperar la forma física tras un parón por lesión, incluso cuando los atletas pueden entrenarse en casa lo hacen al ralentí. En la economía pasará igual: la recuperación económica no la veo en forma de V (quizás eso pudiera darse en las bolsas... a saber), sino que pienso que volver a correr al mismo ritmo va a llevar más tiempo del que los políticos nos intentan convencer.

* * *