

# ARGOS

## VALUE FUND

CARTA A LOS ARGONAUTAS- NOVIEMBRE 2020

León a 1 de Noviembre 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 Octubre el valor liquidativo- histórico- es de 12,038292€ (o, en liquidativo del ESFERA I ARGOS: 86,742663€) lo que deja la rentabilidad histórica en **+20,38%** y en lo que va de año en **-20,52%**. El mes de Octubre ha sido negativo para los mercados, en especial el europeo, con un mejor comportamiento para el Argos, **pero debemos en este año, por encima de todo, seguir lamentando los más de 51.000 fallecidos en España**. Al igual que en otras ocasiones los movimientos a corto plazo sólo sirven de distracción. La situación sigue complicada y por ello seguimos concentrados en el margen de seguridad y lo que os pueda insistir en la disciplina inversora sigue siendo fundamental.

La siguiente tabla compara el valor liquidativo del Argos con los principales índices:

	IBEX 35	Ibex35 con div	IGBM TOTAL	S&P 500div	EuroStoxx50 div	ESFERA I ARGOS
De inicio a 31-10-2020	-35.44%	+2.12%	+5.77%	+222.52%	+47.16%	+20.38%

Si hacemos la comparación viéndola en euros, tenemos que 100.000 euros invertidos en los índices o en Argos serían a esa misma fecha:

	IBEX 35	Ibex35 con div	IGBM TOTAL	S&P 500div	EuroStoxx50 div	ESFERA I ARGOS
De inicio a 31-10-2020	64.555,51	102.117,06	105.771,93	322.520,46	147.156,55	120.382,92

*Los datos de los índices están ajustados por dividendos y splits. Los datos de Esfera I Argos son después de comisiones y gastos. Datos no auditados. Fuente [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com) y [www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)*

## **COMENTARIO GENERAL**

*“Todo eso es importante y estoy seguro que la próxima semana hablaremos de lo que ocurra en las elecciones. Pero hoy quiero mirar a lo que no cambiará. Y aunque haré unos pocos comentarios sobre las elecciones más abajo, quiero que pensemos hoy en lo que podemos mirar del futuro con una visión realista y optimista. Podemos hacerlo porque hay algo que no ha parado: la innovación humana. Sigo diciendo que los dueños de empresas golpeados por esta pandemia volverán. La gente con el talento y las ganas de lanzar nuevas empresas no dejarán de hacerlo de la misma forma que los perros siguen ladrando. Eso es lo que hacen, sin más.*

*Pero esto va más allá de los empresarios. La naturaleza del Hombre nos lleva a romper con todas las barreras que se levantan entre nosotros y nuestros más profundos deseos. Cuando enfrentamos problemas, encontramos soluciones. Y cuando enfrentamos nuevos problemas, encontramos nuevas soluciones. Este proceso nunca se detiene. Está funcionando incluso ahora, a veces de forma visible pero más a menudo de un millón de pequeñas vías que se van sumando. ¿Qué es lo que se suma? El progreso. Y siempre podemos tener más porque el avance es un recurso inextinguible. El conocimiento, como dice George Gilder, es la última divisa que jamás puede ser destruida. Puede utilizarse una y otra vez sin jamás agotar su oferta.”*

*John Mauldin- Thoughts From The Frontline, Oct-30-2020*

*“Por tanto tu pregunta es muy buena, si defines el value como lo hacemos nosotros, que es calcular cuánto vale una empresa y pagar un montón menos, así es como yo defino el value investing. Y, ¿sabes? Ben Graham diría que dejes un gran margen de seguridad, entonces eso nunca estará realmente fuera de onda. Nosotros, nosotros miramos a las compañías como si fuéramos una firma de capital riesgo. Ninguna firma de capital riesgo compra una empresa solo porque tenga un bajo valor en relación a libros o en relación a las ventas. Ellos están mirando los flujos de caja. [.....]*

*Y así mientras estamos en un periodo como este donde cualquier cosa que está fuera de onda, incluso aunque no sea barata en libros o en relación a sus ventas, se mueven casi a la vez. Y si la gente está dispuesta a pagar por el crecimiento cualquier precio, entonces no va a ser un buen periodo para ningún estilo de value investing.”*

*Joel Greenblatt transcript Barry Ritholtz, pag. 15*

*“La historia de los Pabrai Funds, sin embargo, ha sido que los inversores adoran invertir cuando estamos teniendo ganancias y raramente entra dinero cuando no lo estamos haciendo bien. Por ejemplo, en Abril de 2009 fue un momento estupendo para que los inversores se unieran a Pabrai Funds sin embargo muy poco dinero vino entonces. Si hubieran entrado en Abril de 2009 hubieran logrado un 26% al año los siguientes 9 o 10 años sin tener que pagar comisiones a la gestora.*

*Esa es una tremenda subida pero muy poca gente se nos unió en ella. Incluso ahora, por ejemplo, los fondos están por debajo de las marcas de agua y mi predicción es que no veremos muchas entradas. Las entradas suelen suceder cuando lo estamos haciendo bien, por lo que vienen siempre en el momento opuesto de cuando deberían. Ajustamos algo de esto abriendo y cerrando los fondos para ayudar a los inversores a tomar mejores decisiones. Actualmente los fondos están abiertos porque, probablemente, es un gran momento para invertir pero seguramente no veremos muchas entradas de dinero.”*

*Mohnish Pabrai-2020 Annual Meeting Transcript pag 12*

*“La relación rentabilidad/riesgo entre clases de activos aún es razonable pero todas sus rentabilidades previstas son mucho menores en lo absoluto. **Por tanto, en general, cuanto menor es el nivel inicial al que la curva de mercado de capitales se origina, menores serán todos sus retornos.***

*O por salirnos del gráfico y decirlo con palabras, cuando comencé a gestionar bonos high yield a finales de 1978, los tipos de la Fed y la rentabilidad de los bonos del Tesoro a diez años ambos estaban alrededor del 9%. Como resultado, los bonos high yield tenían que ofrecer rentabilidades por encima del 12% para atraer capital (y aún pocos inversores estaban dispuestos a comprarlos por el estigma y porque no necesitaban rentas tan altas para lograr los objetivos que se habían marcado). Pero hoy, con los tipos de la Fed y los bonos a diez años por debajo del 1% la gente está saltando hacia los bonos high yield que pagan un 5-6% como si fuera dinero gratis. El punto es que cuanto menor sea la tasa libre de riesgo, menor es lo que necesitan ofrecer el resto de activos para atraer capital.*

*Por tanto cuanto menores sean los tipos de interés, menores serán los tipos de los bonos, lo que significa que los bonos actuales se apreciarán. Y menores tipos en los bonos significa que los bonos ofrecen menos competición a las acciones, por lo que las acciones no necesitan estar baratas para atraer compradores. Ellas también se apreciarán. Y si los activos de alta calidad se vuelven altamente cotizados y por tanto ofrecen menores retornos, entonces los activos de peor calidad se verán comprados- implicando que suben sus precios y caen sus retornos previstos- porque aparecerán baratos frente a los activos de alta calidad.”*

*Howard Marks- Coming into Focus, pag 5-6*

**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 51.375 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 51.300 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 Octubre los mercados han recortado, en especial el mercado europeo como podéis comprobar mirando la Carta del mes pasado y comparándola con ésta. El Argos, pese a ello, se ha comportado bastante mejor en líneas generales, incrementando el diferencial con el mercado (recordad, el Ibex35 con dividendos brutos como siempre) en lo que va de año, donde casi le sacamos diez puntos. Lamentablemente, el año sigue siendo un año de caídas pero como dice Buffett “considero mejor un año en que el S&P500 cae un -30% y nosotros un -20%, que cuando ambos subimos un +20%” ... en nuestro caso es igual y la importancia de ello la vemos en el largo plazo, que es donde realmente está la batalla. Recordad que en estos momentos quien hubiera invertido 100.000 euros en el inicio “real” (no en el oficial) del 21-1-2011 en el mercado y hubiera cobrado

todos los dividendos sin comisiones ni gastos, hoy tendría 93.625,50 euros. En el Argos, después de haber pagado comisiones y gastos- que siempre he procurado que fueran los menores posibles- tendría 120.526,06 euros.

Aquellos que no hayáis leído las primeras Cartas y no entendáis la diferencia entre el inicio real y el oficial, os lo resumo. El inicio oficial en la etapa anterior fue el 16-12-2010, pero hasta el 21-1-2011 yo no pude empezar a tomar decisiones de inversión/asesoramiento. Por ello, en ese periodo el valor liquidativo fue cayendo ligeramente por la comisión diaria de gestión y depósito... pero sin embargo, el mercado en ese mismo periodo subió casi un 10%; es decir, que antes de empezar ya partíamos con diez puntos de desventaja. Por eso, aunque en la portada siempre os pongo el dato desde inicio oficial, en la tabla del final tenéis los datos relativos a la evolución real y nuestra diferencia anualizada real.

Comentando sobre la cita de Greenblatt os diré que es un tema que ha sido recurrente en los últimos tiempos, pues en diferentes grupos de whatsapp ha salido el tema de qué es *value investing* y si los índices de valor que nos señala de la industria de fondos habla de lo mismo o no. El propio Greenblatt lo señala: no. Lo que entendemos por *value* aquellos que, de una forma u otra, procuramos seguir el ejemplo de Buffett, Graham, Klarman, Munger, Pabrai y demás no vemos la inversión en valor tal y como la reflejan los indicadores de “crecimiento o valor”. Para nada. Y lo mismo podemos decir, por tanto, respecto al tema del crecimiento, como si hubiera que elegir entre una opción u otra. No es así.

Ya en 1984 Buffett escribió su famosísimo artículo/conferencia “Los superinversores de Graham-and-Doddsville” como homenaje al 50 aniversario del libro *Security Analysis* donde explicaba que en esa ciudad intelectual -Graham-and-Doddsville- había quien invertía en pequeñas empresas, otros en grandes, otros tenían muchas en cartera, otros muy pocas, unos rotaban mucho, otros poquísimos, unos no tenían nada en tecnología y otros sí. Es decir, como dice Greenblatt y yo he repetido desde siempre, el *value investing* sólo consiste en calcular cuánto vale una empresa (o un bono u otro activo) y pagar menos de lo que vale. Nada más. Evidentemente se cometerán errores, a veces durante unos años esa selección parecerá errónea y al final será cuando se muestre que no, que esta vez hemos acertado, otras veces, muy pocas, se nos dará la razón al poco de empezar a invertir en ella, pero nada de esto cambia que el concepto sea el mismo. Tratamos de calcular lo que vale un activo e intentamos comprar sólo si pensamos que vale más de lo que nos piden en el mercado.

El cálculo de dicho valor puede provenir de diferentes motivos, sea porque si liquidamos la empresa aún ganamos mucho más de lo que pagamos, sea porque el futuro de esa empresa promete un crecimiento tan amplio que supera lo que el mercado espera en estos momentos y por ello, ese futuro nos aportará unos flujos de caja muy superiores a lo estimado por el mercado, ofreciéndonos un margen de seguridad en ello. Pero por ejemplo, lo que no debemos hacer es invertir en aquello que desconocemos o que no podemos analizar de una forma más o menos razonable (no se pide ser auditores para invertir). Suponed lo siguiente:

A 1°24'00" N y 172°58'00" E, es decir en medio del Océano Pacífico norte, con una superficie total de 811 km<sup>2</sup> y 1.143km de costa, se encuentra el archipiélago de la República de Kiribati con sus 33 atolones coralinos diseminados en más de tres millones de km<sup>2</sup> de océano. Su idioma es el gilbertés- junto con el inglés, pero olvidémonos ahora de éste- que es un idioma micronesio hablado también en las islas Tuvalu, Marshall y Fiyi entre otras. Supongamos que por motivos fiscales, las más impresionantes empresas actuales, las FAANG y otras del estilo, deciden trasladar sus sedes desde EEUU y China, a las tropicales islas paradisíacas de Kiribati. Suponed ahora que, por la ley

kiribatiana, todas las comunicaciones de dichas empresas ha de efectuarse en gilbertés... ¿cómo podríamos analizar sus resultados si cada vez que emiten un comunicado de prensa, una conferencia con inversores y analistas, cada vez que lanzan una presentación o un informe anual o trimestral, todo, lo hicieran sólo en gilbertés?

Solo habría una forma lógica. Aprender gilbertés o tener un traductor del mismo. Pero de momento, ni Google lo tiene disponible en su traductor. Por tanto, o nos ponemos a aprender el idioma o no podríamos tener realmente una imagen segura de lo que la empresa esté haciendo... ahí entra el círculo de competencia. Es necesario que invirtamos dentro de nuestro círculo de competencia, dentro de aquello que podemos entender pues es la única forma en que nuestro análisis, abierto siempre al error, puede tener cierta seguridad de ser lógico y razonable. No es una cuestión de si hay que invertir en empresas tecnológicas o no, la cuestión es entender la empresa y, lógicamente, entender lo que dicha empresa dice que hace. Si resulta como el gilbertés/kiribatiano para nosotros, es preferible dejarlas pasar... pues poner el dinero en algo de lo que ni entendemos lo que dice, no es invertir es especular. No digo que no pueda dar resultado y generarnos ganancias, pero será por suerte en la especulación, no por haber invertido según la definición que de ella daba Graham.

Por suerte, esas empresas siguen estando donde están y ninguna se ha ido a Kiribati. Eso que pierden en vistas paradisíacas.

El comentario de Pabrai es pertinente no sólo para él o para el Argos, sino que suele suceder casi en todo momento. En el Argos he procurado siempre avisar cuando esto pasaba (escribí un artículo dando la bienvenida a los nuevos argonautas, pero advirtiéndoles que no lo hicieran “porque estábamos subiendo”) y de la misma forma he procurado manteneros siempre con los pies sobre la Tierra cuando las cosas van mal y estamos cayendo, recordándoos que lo importante es el largo plazo, que caídas hemos tenido en otras ocasiones y que, en estos momentos, estamos aprovechando para sembrar para el futuro... que es ahí donde obtendremos la rentabilidad por encima del mercado, como se ha visto en estos casi diez años.

El objetivo de explicar las inversiones que hacemos en estas Cartas no es sólo porque considere que, siendo vuestro dinero, tengáis derecho a saber en qué invertimos y por qué, si no, sobre todo, para que entendáis porqué una determinada empresa vale bastante más de lo que el mercado nos dice lo contrario y porqué merece la pena comprar sus acciones a sabiendas que, a corto plazo, la cotización puede seguir cayendo. Afortunadamente, los argonautas en este sentido lo habéis entendido siempre así, al menos de forma general, y en estos momentos algunos de vosotros estáis aprovechando estos momentos para invertir más. Esa confianza, que tiene su base en los años pasados, es difícil de conseguir y de mantener cuando las cosas vienen mal dadas... cuando vienen buenas cartas y el cielo es azul, como dice Pabrai, es facilísimo que invirtáis dinero; lo complicado, lo meritorio es hacerlo en momentos en los que arrecia la tormenta. Insisto, recordad las palabras de Buffett y tened en cuenta que, en el largo plazo, caer diez puntos menos que el mercado este año, es un buen año. El tiempo volverá a darnos la razón más adelante.

Respecto a la cita de Marks, poco hay que añadir: tiene razón, el nivel de los tipos de interés marca la rentabilidad que se puede esperar en un futuro. Recordad que él está hablando en líneas generales de tipos de activos, por lo que nuestro objetivo sigue siendo el mismo: seguir batiendo (a ser posible por tres puntos o más) al mercado incluyendo en éste los dividendos brutos.

Quiero terminar esta parte de comentarios generales con la cita inicial de Mauldin, porque ella nos deja un buen sabor de boca. Por mucho que cambien las cosas, el Hombre tiene una naturaleza

especial y que nunca se debe despreciar ni amputar; su naturaleza le lleva, entre otras cosas, a ser un “espíritu inquieto” (lo de espíritu, sí va con segundas) y a tratar de investigar, avanzar, mejorar su situación material y además hacerlo en forma que sea beneficiosa para cuantos más mejor. Y esta intención no es interés propio, o al menos no es el propio interés lo único que nos importa... en líneas generales las personas tienen buenas intenciones.






















Y esa búsqueda, esa capacidad de usar nuestra inteligencia para lograr salir del problema que actualmente nos atenaza sigue estando ahí, está intacta. Saldremos adelante, eso no hay que dudarlo. El problema es, pese a las ;”.\$%&/=?”.\$\* que diga nuestro gobierno, sí se dejará a mucha gente atrás. Tristemente ya han dejado a más de 51.000 personas con nombres y apellidos, familias, amigos, empresas atrás... y varios millones se están encontrando en estos momentos en situaciones donde no ven salida, y aunque el futuro nos permite pensar que saldremos adelante y que seguimos teniendo capacidad de trabajar y de crear un futuro para nuestras familias, no llegará a todos y no llegará con la velocidad que se necesita. Sólo la aparición de una vacuna exitosa rápido podría tener ese toque de recuperar a todos los que ahora no ven más salida delante de ellos.



*(Quiero que esta imagen sea vista como homenaje a todos los que están en su misma situación)*

Quiero tener un recuerdo ahora por todas esas personas, representándolos en el dueño de la empresa de autocares familiar que rompió a llorar o a aquél otro empresario que no vio más salida que suicidarse. Si alguien en esa situación se lo está planteando, por favor, que no lo haga... los que me conocéis desde hace años sabéis que los inicios del Argos no fueron nada fáciles y que, personalmente, pasé una situación muy complicada... pero el apoyo de la familia y la esperanza-virtud como pocas- me mantuvieron en la confianza. Aguantad... aguantad, la vida da muchas vueltas y lo que ahora os aparece como negro sin remedio, terminará ofreciéndoo alguna salida. Puede que no sea volver a vuestra vida anterior, pero merece la pena que aguantéis, por vosotros mismos y por vuestras familias. Recordad el dicho, que “Dios aprieta, pero no ahoga” ... y aunque parezca que sí ahoga, no es así, siempre aprieta – y duele- sabiendo que lo podéis aguantar. No desesperéis, al final saldréis con bien de todo esto.

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

	ARCELOR MITTAL	7,22%		KORN FERRY	3,43%
	FERROVIAL	6,25%		CAMBRIA Automobiles	3,41%
	HERMLE AG	5,83%		CLARUS	3,18%
	JOST WERKE AG	5,69%		TOPPS TILES	3,15%
	BERKSHIRE HATHAWAY	4,59%		BOSTON OMAHA	3,15%
	BREMBO	4,56%		AUSDRILL-PERENTI GLOBAL	2,77%
	INDITEX	4,49%		DESKTOP METAL	2,32%
	THE GYM	3,98%		TEEKAY	2,00%
	GARMIN	3,94%		BALWIN PROPERTIES	1,53%
	AIMIA	3,93%		TOTAL LIQUIDEZ	20,84%
	RENAULT	3,75%			

### Algunas Operaciones

A lo largo de este mes tan sólo hemos hecho dos operaciones, incrementando posiciones en dos empresas en las que ya teníamos posiciones: **Desktop Metal** y **Clarus**. En general ha sido un mes en el que nos hemos dejado llevar y por ello casi no hemos generado costes de transacción.

El resultado sobre **Clarus**, por cierto, podría incluso verse como “especulación” pues la compramos casi en mínimos del día que anunció una ampliación de capital- mediante bonos convertibles- que luego canceló, en ese mismo día, subiendo la cotización con tal fuerza que toda la posición la tenemos en positivo con más de un 20%. Pero desde mi punto de vista no hubo especulación, desde luego; la intención es mantenerla bastante más tiempo en cartera- salvo circunstancias excepcionales- y simplemente aprovechamos que el precio no tenía lógica alguna y la ocasión era estupenda.

Una de las que más ha sufrido en este mes ha sido **Ferrovial** que sigue siendo una de nuestras mayores posiciones.

Evidentemente, el COVID-19 ha tenido su efecto sobre las cuentas del grupo, en especial sobre los dos principales activos: la *407 ETR* y *Heathrow Airport*, pues en ambos casos se han visto afectados por las decisiones gubernamentales de confinamiento sobre el tráfico tanto terrestre en la autopista de circunvalación de Toronto como aéreo en el *hub* de Londres. Ello era esperable y no deja de ser una circunstancia coyuntural ligada al desarrollo y evolución de la pandemia. Sin embargo, el grupo se ha visto favorecido por la evolución de la división de construcción y ha continuado deshaciéndose de la división de servicios, lo que ha llevado a un nivel de liquidez extraordinario.

Como podéis observar en la siguiente imagen, neto de las inversiones y deuda en infraestructura, cuenta con casi 1.700 millones de euros.



## Ferrovial – Resultados enero – septiembre 2020

Ferrovial continúa incrementando su liquidez hasta niveles históricos (7.541 millones de euros) y su posición neta de tesorería ex-infraestructuras (más de 1.698 millones de euros)

- **Sólida generación de flujo de caja en Construcción** (F. Actividad antes de impuestos 103 millones de euros) y evolución favorable en Servicios (F. Actividad operativos antes de impuestos de 370 millones de euros)
- **407 ETR distribuyó 250 millones de dólares canadienses en el 3T 2020** (un total de 562,5 millones de dólares canadienses en 9M 2020)
- Entre las **desinversiones** figuran: **Broadspectrum** (300 millones de euros) y el **5% de Budimex** (57 millones de euros).
- La compañía sigue centrada en proteger su liquidez y en seguir fortaleciendo su posición financiera, tanto a nivel corporativo como a nivel de activos.

**LBJ completó con éxito la refinanciación** de sus PABs (*Private Activity Bonds*) (622 millones de dólares)

Ferrovial acordó la **venta de las autopistas Norte Litoral & Algarve** (171 millones de euros). La entrada de efectivo no está incluida a cierre de septiembre (autorización pendiente).

### COVID-19:

- El tráfico en **autopistas** se ha visto muy afectado, aunque su evolución mostró una mejora cuando se redujeron las restricciones.
- El **tráfico aéreo** se ha visto afectado por las restricciones regulatorias para viajar al Reino Unido. Las medidas de mitigación incluyen la reducción de gastos de explotación (opex) en 300 millones de libras para 2020E.
- Alto nivel de producción en **Construcción** con mejora de márgenes (1% margen RE). El impacto del COVID-19 se limitó a 44 millones de euros (en línea con 1S 2020).
- El RBE de **Servicios** (actividad discontinuada) tuvo un impacto de 99 millones de euros por el COVID-19, pero muestra crecimiento ex-COVID-19.

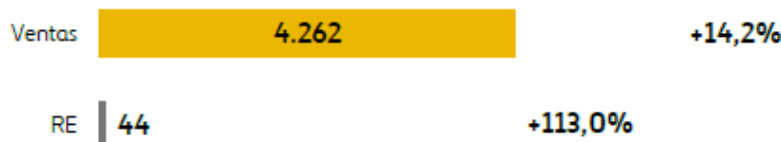
**Eficiencias operativas:** reducción del opex, revisión de los planes de inversión en capital (capex) y reestructuración.

- Optimización de las operaciones (Heathrow, AGS); reestructuración corporativa según el plan; optimización de los gastos de estructura e iniciativas de ahorro en todo el Grupo.

La evolución del negocio constructor ha sido incluso mejor de lo esperado, principalmente por el aporte de la filial americana, Webber.

## Construcción

€mn; Comparable %



**Ventas de 9M 2020 (4.262 millones de euros) y var. comparable respecto a 9M 2019:**



Pero, naturalmente, los activos principales siguen siendo las dos joyas de la corona: la *407 ETR* de circunvalación de Toronto sin despreciar las otras autopistas, principalmente en Texas, que han visto



su negocio afectado por la pandemia pero con evolución de recuperación al ir normalizándose la vida económica.

### Toll Roads – STEADY TRAFFIC RECOVERY FROM APRIL LOWS

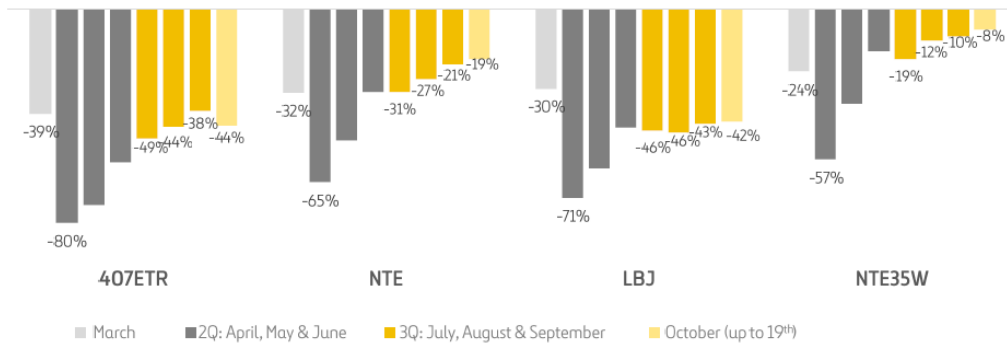
(EURmn)

#### Results / contribution from Toll Roads

	9M2020	% CHLFL*
Revenues	298	-19.9%
EBITDA	197	-22.4%
Margin	66.0%	
Equity Accounted**	44	-65.9%

- **Revenues:** COVID-19 impact on traffic, partially offset by higher toll rates & heavy vehicles
- **Heavy traffic more resilient**
- **US:** 74% of revenues & 88% of EBITDA
- Results impacted by Autema reclassification as intangible asset

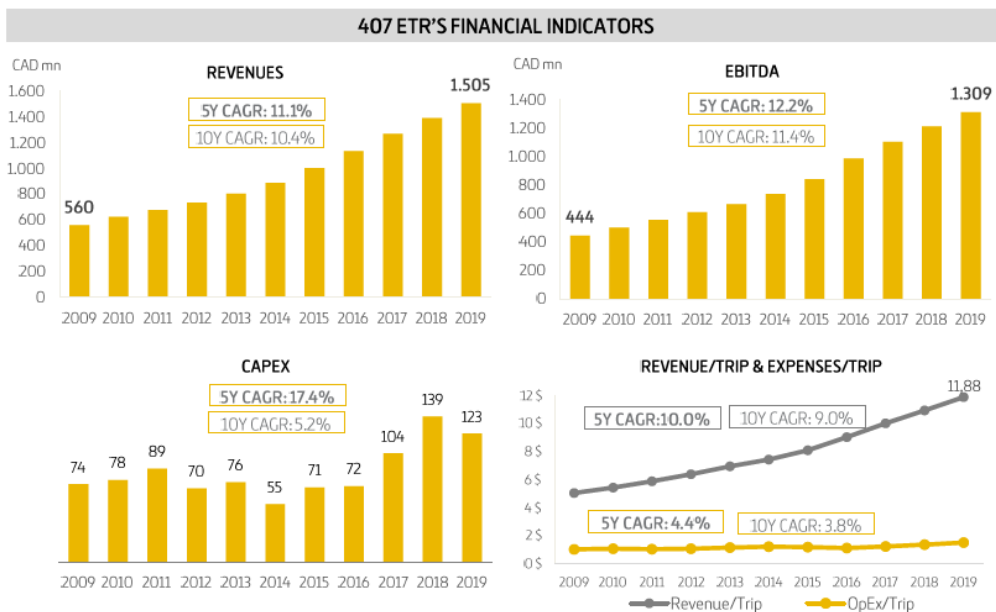
#### Main toll roads traffic evolution (YoY)



\* % CHLFL: change vs 9M2019 excluding perimeter & FX changes  
 \*\* Net income from Equity accounted assets



Para mí y creo que también para todos vosotros, más que el año tan raro que tenemos, y donde nos vemos afectados por decisiones que no corresponden a la empresa o a los usuarios, es más importante el histórico del largo plazo.



En especial, si os fijáis en el último de los cuadros, veréis la enorme ventaja competitiva que representa este activo para Ferrovial... los gastos están muy contenidos y sin embargo, los ingresos crecen a ritmos bastante superiores; agrandando cada vez más la rentabilidad de dicho activo para el

grupo. Verdaderamente, cuando se hicieron con él en Mayo de 1999 no pudieron haberlo hecho mejor y en el futuro, sólo puede depararnos grandes resultados.



En el caso de *Heathrow Airport*, la situación es la siguiente:

## Heathrow – SIGNIFICANT IMPACT ON BUSINESS BUT FINANCES REMAIN ROBUST (GBPmn)

### Operational performance

19mn PAX (-68.9% 9M2020, 3Q -84.1%)

- Traffic increasingly volatile (quarantine measures)
- Slot waiver extension for Winter Season
- Over 80% of incumbent airlines flying and 77% of outlets open across T2 and T5
- UK Government has established a Global Travel Taskforce
  - Commitment from transport secretary to implement testing regime by 1<sup>st</sup> December
  - Expected to half quarantine with a negative test

### Finances remain robust

£2.4bn cash & committed facilities

- Sufficient liquidity to meet all forecast needs for at least 12 months in a no revenue scenario, or into 2023 under HAH's traffic forecast
- SP Investment Grade credit rating status maintained
- Events subsequent to the September closing:
  - Appetite for Heathrow's debt: c.£1.4bn Class A Heathrow SP debt through debt capital markets
  - Strengthening capital structure through Subordinated Debt: ADI Finance 2, facility of £750mn, 7Y tenor
  - 2021 funding plan complete

### 9M 2020 (Heathrow SP)

	9M2020	% CH
Revenue	951	-58.7%
Adj. EBITDA	259	-82.2%
EBITDA mg	27.2%	

- Additionally, £188mn exceptional charge:
  - £103mn provision transformation program
  - £85mn capitalized costs write-off

### HAH response to COVID-19 on track

At least £300mn\* cost savings in 2020E

- Over £200mn cost efficiencies YTD (Q3 costs -30%), including:
  - Pay reduction
  - Utilising the furlough scheme
  - Restructuring of the organisation
  - Renegotiating suppliers contracts
  - Stopping all non-essential costs
- Capex reduction by over £650mn for 2020

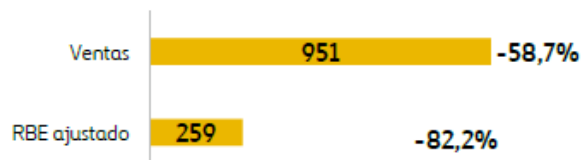
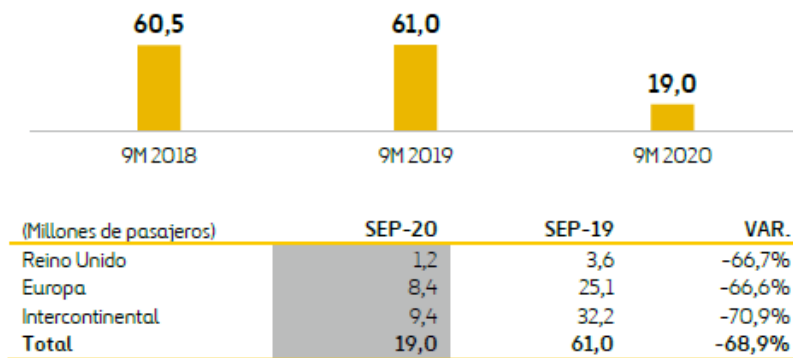
\*Savings included in HAH YE estimate

ferrovial

Aunque la pandemia ha afectado al tráfico aéreo como no podía ser menos, actualmente ya tiene el 80% de las aerolíneas habituales funcionando, tienen una posición financiera sólida y su deuda sigue siendo apetecible para los mercados de capitales como para permitirles aguantar 12 meses en un escenario SIN ingresos. Pese a la caída en ingresos, siguen manteniendo un beneficio operativo positivo. Aún es pronto para saber qué efecto tendrá toda esta situación tanto sobre el mismo Heathrow como sobre los otros tres aeropuertos, dos escoceses (Aberdeen y Glasgow) y un tercero en el sur de Inglaterra (Southampton), pero a largo plazo no hay alternativa para viajes a largas distancias al avión, por lo que la situación volverá a una situación más parecida a lo que

consideramos normal, esto es, a una situación parecida al 2019. La propia empresa es prudente en sus estimaciones y la velocidad de recuperación de dicha normalidad dependerá de varios factores- el principal la aparición de la vacuna-, y es cierto que parte de los viajes de negocios podrán hacerse mediante videoconferencias, pero no todo será así. El ser humano sigue queriendo viajar y conocer y el avión seguirá siendo un medio imprescindible en este sentido.

**Tráfico:** el número de pasajeros cayó un -68,9% en 9M 2020 hasta los 19,0 millones.



Por no hacer más larga esta carta, indicaros que otra de nuestras empresas, Teekay, va en línea con los objetivos que tenía marcados, reduciendo con mucho la deuda corporativa, aligerando la estructura de balance y poniendo en valor uno de los buques, el *FOINAVEN FPSO*. En resumen, buena evolución en una empresa que el mercado sigue sin reconocer lo que está haciendo y cómo está incrementando su valor. Afortunadamente, eso nos deja opción de incrementar algo más en ella. Merece la pena.

### Q2-20 Highlights

Third consecutive quarterly consolidated adjusted profit

Total Adjusted EBITDA increased by \$119M, or 61%, in Q2-20 vs. Q2-19

Eliminated remaining TNK debt guarantees

### Improved cash flows and earnings

- Q2-20 Total Adjusted EBITDA<sup>(1)</sup> of \$316M, compared to \$197M in Q2-19
- Q2-20 consolidated Adjusted Net Income<sup>(1)</sup> of \$40M, or \$0.39 per share, compared to Adjusted Net Loss of \$(13M), or \$(0.13) per share, in Q2-19

### Stronger financial position

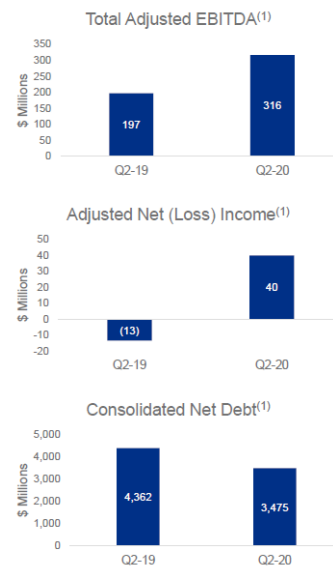
- Reduced consolidated net debt by \$887M, or 20%, since Q2-19, creating significant equity value
- Total consolidated liquidity position of approx. \$940M
- Secured bank commitments for new equity margin revolver to refinance December 2020 debt maturity, which is currently undrawn

### Simplified structure

- Eliminated all remaining TNK debt guarantees as a result of August 2020 TNK refinancing
- Eliminated TGP Incentive Distributions Rights (IDRs) in exchange for 10.75M newly-issued TGP common units

### Achieved safe and efficient operations

- Safely changed-out a significant number of seafarers on our vessels, with no reported COVID-19 cases, and focusing on changing remaining overdue seafarers as soon as possible



<sup>(1)</sup> These are non-GAAP financial measures. Please see Teekay Corporation, Teekay LNG and Teekay Tankers Q2-20 and Q2-19 earnings releases for definitions and reconciliations to the comparable GAAP measures.

<sup>(2)</sup> Excludes Teekay Parent's distributions from daughter companies totaling \$9.4 million and \$5.1 million in Q2-20 and Q2-19, respectively.

3

De hecho, he aprovechado cuando os escribo para incrementar algo más la posición en Teekay. Estamos sembrando, llegará el tiempo de la cosecha.

### Varios

El nivel de liquidez actual es el 20,84% y 20 empresas. Contamos con unos 173 argonautas de toda España y unos 5.650.000 euros bajo gestión.

El valor liquidativo de este Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 53,06€, 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
-28,81%	-23,54%	-23,76%	22,95%	-1,26%	<b>-12,91%</b>

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%
<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	-32,33%	-30,66%	-30,62%	2,77%	-18,23%	-20,52%

Anualizada*	-4,33%	0,21%	0,57%	12,58%	3,99%	1,89%
<b>Diferencia</b>	<b>6,23%</b>	<b>1,68%</b>	<b>1,33%</b>	<b>-10,69%</b>	<b>-2,09%</b>	

\* Incluye desde el 16-12-2010

Desde el 21-1-2011						
Anualizada	-5,14%	-0,67%	-0,35%	12,33%	3,56%	1,93%
<b>Diferencia</b>	<b>7,07%</b>	<b>2,60%</b>	<b>2,27%</b>	<b>-10,40%</b>	<b>-1,63%</b>	

