



# ARGOS

## VALUE FUND

CARTA A LOS ARGONAUTAS- DICIEMBRE 2019

León a 1 de Diciembre de 2019

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 Noviembre el valor liquidativo- histórico- es de 15,265695€ (o, en liquidativo del ARCA: 109,997917€) lo que deja la rentabilidad histórica en **+52,66%** y en lo que va de año en **13,10%**. El mes de Noviembre ha sido positivo- con sus vaivenes- para los mercados pero mejor para el Argos, y nos ha servido para aprovechar algunos precios para incorporar una nueva empresa e incrementar la posición en alguna otra. 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 30-11-2019	-6.58%	+43.49%	+48.88%	+204.64%	+76.79%	+52.66%

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 30-11-2019	93.423,77	143.491,69	148.884,38	304.644,69	176.786,49	152.656,95

*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**

*“Por ponerlo sucintamente, si el desempleo de masas caracterizó la Gran Depresión, el infraempleo de masas caracteriza la economía de hoy. Millones no ganan el salario que necesitan para vivir confortablemente, o no son capaces de trabajar en el campo para el que se sienten cualificados, o temen perder sus empleos, o están descontentos en cualquier manera.*

*¿Debería el solo estar ‘empleado’ hacer a la gente/trabajadores felices? Por un lado, cualquier trabajo es mejor que ninguno. Pero también obtenemos mucho de nuestra identidad y autoestima de nuestro trabajo. Si no estás feliz con él, probablemente no seas feliz en general. La gente infeliz y son a menudo fáciles muescas para que los políticos sin escrúpulos les manipulen. Sus pautas de consumo cambian, también. Así que termina afectando a todo el mundo, incluso aquellos que son felices.*

*John Mauldin- Thoughts From The Frontline Nov 22, 2019*

*“Es interesante, como inversores cada uno de nosotros tendrá cosas en las que será muy bueno y otras en las que tendrá problemas. Por ejemplo, nunca he visto a Warren Buffett hacer una apuesta idiota con instituciones financieras apalancadas. Creo que su promedio de acierto es del 100%. Pero le he visto cometer un montón de errores en empresas de consumo. Si fueras a resumir todas las adquisiciones de Berkshire, su histórico no es realmente genial. Pero si los ponderas por capital realmente empleado, su récord es increíble. Él tuvo razón con los bancos- y creo que ahora ha tirado la toalla con los minoristas. Así en algunas áreas, Warren es simplemente espectacular. Es así para todos los inversores. Tenemos algunas áreas en las que somos realmente buenos y otras en las que tenemos mucho que aprender. Yo todavía tengo mucho que aprender. Aún tengo una institución financiera apalancada en mi cartera.*

*Mohnish Pabrai- Graham&Doddsville\_Issue 37, Otoño 2019*

*“Tenga en cuenta que la ventaja del horizonte temporal no es una bala mágica. Hay una razón por la cual los inversores no quieren poseer ciertas acciones en ciertos momentos. Nadie quería ser dueño de Bank of America en 2016 porque estaban preocupados por los riesgos de recesión y los bajos precios del petróleo y qué podría pasarle a la acción si esos riesgos se materializaran. Tenía un precio de alrededor de 7 veces el beneficio normalizado, pero los inversores pensaron (probablemente con precisión) que caería más si la economía se deslizara. Nadie quiere tener unas acciones que creen que caerán en los próximos 6 meses, incluso si piensan que en los próximos tres años valdrá mucho más.*

*La ventaja del horizonte temporal podría resumirse de esta manera: **el precio de obtener esta ventaja es la volatilidad que podría ocurrir en el corto plazo.** Tienes que estar dispuesto a aceptar la posibilidad de que tu acción baje antes de subir.”*

*John Huber- Saber Investment Fund- Q3 2019 Letter*

*“En las valoraciones extremas, es importante recordar que al completarse de un ciclo de mercado hipervalorado puede borrar de un plumazo toda la rentabilidad del mercado bursátil por encima de las letras del Tesoro, dando marcha atrás no sólo unos pocos años, sino más de una década. Pese a todas las ganancias que el mercado de bolsa obtuvo durante la ‘burbuja tecnológica’ y durante la subsiguiente ‘burbuja hipotecaria’, el desplome hasta Marzo de 2009 en los mínimos del mercado eliminó toda la ganancia del S&P500 por encima de las letras del Tesoro, volviendo hasta Mayo de 1995. Notablemente, el mínimo de 2009 ocurrió a valoraciones que estaban sólo moderadamente por debajo de su norma histórica, y casi al doble de las observadas en los mínimos seculares de 1949 y 1982.”*

*Hussman Funds- Going Nowhere in an Interesting Way, Sept 5, 2019*

**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.**

Doce meses han pasado ya desde el cambio de navío, al que informalmente seguimos llamando **ARGOS** porque seguimos siendo los mismos argonautas de siempre y algunos nuevos que os habéis incorporado recientemente, además de otros que, como yo, habéis seguido aportando más durante el mes. En este mes de Noviembre, como sabéis los argonautas de quienes tengo vuestros datos (*aquellos que leáis esta Carta y no estéis en contacto conmigo, no lo dudéis... poneros en contacto conmigo lo antes posible*) los mercados han subido y hemos hecho alguna operación.

Este mes, ha terminado siendo más positivo que el anterior; y en especial el Argos ha tenido aún un mejor comportamiento... pero como os he comentado a los argonautas de los que tengo vuestros datos, esto es sólo movimiento de corto plazo y no representa nada en especial. Sirve para tener el ánimo optimista y calmada, pero poco más pues al día siguiente las cosas pueden torcerse de nuevo. Estos movimientos de corto plazo son impredecibles e incontrolables, y por ello suponen más ruido que otra cosa. Sigamos sin hacerles caso y pendientes sólo de invertir en aquellas empresas en las que pensemos, prudentemente, que tenemos más opciones de ganar dinero porque, sencillamente, valen más de lo que el mercado pide por ellas. Ya llegará el momento en que veamos que nos da la razón.

Como dice Pabrai en la cita del inicio, todos tenemos ciertas áreas que forman parte de nuestro círculo de competencia, de nuestra área de confort... zonas o sectores donde nos sentimos más cómodos simplemente porque los entendemos mejor. El motivo puede ser variado: formación académica, formación profesional, experiencia anterior, conocimiento por el uso, afición... el motivo es lo de menos, lo importante es el conocimiento.

Cuando hace un par de años, en una charla a inversores expliqué que las tres palabras más importantes de la inversión eran “margen de seguridad” tal y como dice Buffett, dije- por mi cuenta- que las siguientes tres más importantes eran “círculo de competencia”... al menos a mi modo de ver; margen de seguridad implica que hemos sido capaces de analizar una empresa y llegar a un valor intrínseco prudente y razonable que nos ofrece dicho margen respecto al precio que demanda el Sr. Mercado. Círculo de competencia, por su parte, implica que dicho valor ha sido calculado respecto a algo que podemos conocer y por tanto podemos estar con bastante razón en un valor “real” y no imaginario como tendríamos si no conocemos dónde invertimos.

Hoy por hoy, como inversores, es difícil que nuestro “conocimiento” de una empresa o un sector sea realmente lo que nos ofrezca una ventaja a la hora de invertir; con tantos inversores, con tantos algoritmos pululando por ahí, tantos expertos sectoriales y demás... es complicado que yo o cualquier inversor *value* tenga realmente una ventaja en ese sentido. Pero ¿sabéis? No importa. Permitidme una cita de los Evangelios:

*Vosotros investigáis las Escrituras, ya que creéis tener en ellas vida eterna; ellas son las que dan testimonio de mí; y vosotros no queréis venir a mí para tener Vida.*

*Evangelio de San Juan 5, 31-47*

Sí, los escribas y fariseos también eran mucho más concededores de las Escrituras de lo que puede ser el común de la gente... pero no las entendían. A veces conocer al detalle todos los aspectos relacionados con una empresa o un sector es más un inconveniente que una ayuda. Lo importante, en la mayoría de las ocasiones, no es el detalle o el conocimiento exhaustivo de cada mínimo detalle... sino entender y comprender lo que la imagen significa. Y en ese sentido, dado que no precisamos conocer el valor intrínseco al detalle- es un error, pues es más bien un rango de posibles valoraciones

donde deberíamos elegir siempre la opción más prudente antes de poner nuestro dinero- nos es suficiente que el valor calculado sea significativamente más amplio que su precio de mercado. El resto importa bastante menos.

Pero la ventaja, como inversores *value*, no es solamente en relación a la forma de entender una empresa, sino también en la combinación de dicho entendimiento con el plazo temporal en el que nos movemos. Antes os hablaba de los movimientos a corto plazo... no sólo me refiero a lo que sucede en el plazo de un mes, sino en el que ocurre en el plazo de dos años. Y dos años, de información diaria en tiempo real os garantizo que se hacen muy largos. Pero no lo son.

Esa diferente mirada al horizonte temporal- unos en meses, días o minutos; nosotros en varios años o décadas- es lo que permite que, compitiendo con gente que es tremendamente inteligente y que cuenta con unas herramientas hiper sofisticadas, podamos ser capaces de lograr rentabilidades superiores a las del mercado- siempre hablando de éste con dividendos brutos reinvertidos, claro- ya que los valores intrínsecos varían mucho menos de lo que lo hacen los precios. Y eso es una ventaja fundamental. Peter Lynch, el que fue gran gestor del *Magellan Fund* de Fidelity, decía que para conseguir esas empresas *ten-baggers* (empresas que habían multiplicado su precio por diez veces o más) lo que había hecho era darles tiempo. Eran buenas empresas y subieron mucho, claro... pero ninguna de ellas lo hizo en un año o unos pocos meses. Todas necesitaron varios años e incluso alguna década para que la magia del interés compuesto pudiera funcionar con todo su esplendor. Esa paciencia no es común hoy en día.

Llevamos sólo un año en la nueva etapa en EsferaCapital y no ha sido un mal año hasta el momento, pero incluso con ello, lo importante no es este año sino los que vengan. Recordaréis- o podéis verlo mirando la tabla de rentabilidades anuales de la última página- que el año pasado caímos más de un 6%; siendo esto cierto, es el dato real de lo que nos pasó a los argonautas que empezamos 2018 en la etapa anterior y terminamos en la nueva, realmente no lo veo así. Hasta el 30 de Noviembre- cuando se produjo el cambio de gestora- caímos un -4%... el otro dos y pico por ciento de caída en Diciembre fue porque estábamos sembrando para el futuro, comprando e invirtiendo en empresas que estaban a precios realmente atractivos.

Este sembrar para el futuro, a veces tiene su reflejo en el futuro cercano- como nos ha pasado con Porsche Holdings o BME de donde nos hemos salido con estupendas rentabilidades-, pero lo lógico es que pensemos en el futuro a más largo plazo. Aunque en líneas generales el conjunto de nuestras inversiones en este año han funcionado bien- incluso algunas muy bien- ése no era el objetivo. No me preocupa demasiado que una empresa en un año suba casi un 50% incluyendo dividendos, como Ferrovial por ejemplo, sino que lo que me importa es que esa empresa valga aún mucho más. Si dentro de diez años, miramos atrás y Ferrovial nos ha ofrecido una rentabilidad anual del 15% en vez de la TAE actual del, pongamos, 50%... os garantizo que ese 15% anual es mucho dinero. Es en el largo plazo donde tenemos que tener puesto el foco.

Desde luego, como indica Hussman en la cita inicial, estamos en una situación económica y de mercado realmente extraordinaria, no en el sentido de fabulosa y genial, sino en el sentido de extraña y poco común. Esto, como sabéis desde hace años, me lleva más a la prudencia que no al jolgorio. En palabras de Buffett, debemos ser prudentes cuando los demás son codiciosos y ser codiciosos cuando los demás tienen miedo atroz.

Nuestra liquidez actual- unos dos millones de euros, el 27% del patrimonio- no se pueden comparar con los 120 mil millones de dólares que tiene Buffett en liquidez, pero cada uno en su tamaño creo

que tenemos pólvora suficiente para aprovecharla cuando lleguen las oportunidades. Y con “oportunidades” no estoy pensando en un desplome general del mercado, en una crisis brutal que, como indica Hussman, lleve los índices a niveles de hace una década... no, no es necesario eso. Pero es suficiente si aparece alguna que otra empresa que, por motivos que no afectan realmente, al valor intrínseco de largo plazo permita aprovechar esa oportunidad y poner vuestro dinero con vistas a que en los próximos años el mercado se de cuenta que ha sido excesivamente pesimista con tal compañía.

Recordaréis que el mes pasado os comentaba que, por ahora, aún no se hacen selfies conmigo en la calle como sí le pasa a Buffett... pero también sabéis que soy bastante ganso para estas cosas y que, si puedo, me gusta haceros sonreír. Así que, tras la foto de Buffett y McCartney del mes pasado, me quedé pensando en qué forma podía ponerlos algo semejante... como un homenaje a dos grandes y, a la vez, como una forma de sacaros una sonrisa, dado que ya estamos- casi- en Navidad.

Evidentemente yo no soy Buffett pero tengo un amigo, compañero del colegio, quien sí se acerca mucho más a Paul McCartney que yo a Buffett (bueno... ¡ya quisiera Paul!) a quien le pedí, como favor personal y como detalle a vosotros participar en este “selfie-homenaje”. Así que lo organizamos. León no es Omaha- aquí hace frío de verdad, ¡qué sabrán los de Nebraska!, por lo que en nuestro caso nos ha pillado un día de frío y lluvia; apacible, pero lluvia.



En este caso, al lado de la Catedral de León (¡casi ná!), mi amigo y grandísimo artista, auténtico experto en todo lo que está relacionado con el mundo pop, líder en su día del grupo **Los Flechazos** y en solitario como **Alex Cooper** hasta hace sólo unos pocos días, cuando dio su último concierto y su despedida del mundo de la música, y ahora embarcado en un nuevo proyecto que merece la pena que le echéis un vistazo a los siguientes enlaces... quizás alguno encuentre un buen regalo navideño.

Para mí, lo principal es que mi amigo del colegio desde Primero de BUP y estupendo jugador de baloncesto- tenía un toque de balón... muy especial, aunque casi seguro él ya ni se acuerda, jeje-, aceptó con ilusión sumarse a este homenaje y “gansada” por mi parte. Sólo nos faltaba el joven que nos hiciera el selfie... pero este joven argonauta estuvo también presto para colaborar en este pequeño detalle de humor, una vez que había terminado sus exámenes (por cierto que había otro joven argonauta quien también estuvo dispuesto a participar: gracias, Carmen y Julián).

Un paso más al igual que el “Guateque para Capitalistas” que, sólo nosotros en España (los demás...*son otra historia*- ¡es broma!), organizamos en León desde hace ya unos cuantos años... definitivamente León es la Omaha de España (aunque hace algo más frío 🥶 ).

Os adjunto tres enlaces para que, aquellos insensatos que aún no conocéis a Alejandro (lo digo con cariño, no se me ofenda nadie que hoy estoy en plan de guasa total), podáis tomar conciencia de “quién” es el artista y de qué gran nivel- nivelazo- ha sido su carrera y por qué ha sido tan valorado...los tres dignos de ser vistos con cariño y respeto, pues os garantizo para aquellos que no le conocéis, que Alex se lo ha ganado desde el primer momento en que le conocí, coincidiendo sentados al lado en clase, hasta hoy día. Aprovechadlo y disfrutar no sólo de su música, sino también de sus enormes conocimientos ...os merecerá la pena.

<https://elefant.com/grupos/cooper/noticia/1038/cooper-nota-de-despedida-de-alex-cooper>

<https://www.youtube.com/watch?v=P-Io0g8PG2M> (Fundación Club 45)

[www.edicioneschelsea.com](http://www.edicioneschelsea.com)

Alex... me cuesta llamarte por tu nombre artístico... siempre te tendré en mi mente y corazón como mi compañero de colegio... ¡pero... qué grande eres, tío!

### **Algunas Operaciones**

Este mes hemos realizado algunas operaciones, en concreto incorporamos más acciones de algunas de nuestras empresas que ya teníamos en cartera, en concreto: **AUSDRILL CAMBRIA** y **TOPPS TILES**, básicamente aprovechando algunos recortes que han sufrido a lo largo del mes y hemos incorporado- y pudimos construir toda la posición de inicio- una nueva empresa **GRAFTECH**. Además, como indiqué más arriba y como los argonautas ya conocían, vendimos toda la posición en **PORSCHE HOLDINGS** y en **BME**.

El motivo para incrementar posiciones en las tres primeras fue, básicamente, que el mercado nos ofreció buenos precios por empresas que siguen valiendo mucho más. **Ausdrill/Perenti Global**, en concreto nos ha generado mucha rentabilidad para los argonautas, no sólo en la etapa anterior, sino también en este año ... dado que el mercado la ha llevado a niveles más bajos en el último mes, he aprovechado para incrementar posición. **Cambria** y **Topps Tiles**, por su parte, han presentado buenos resultados mostrando que están haciendo las cosas bien y que los cambios estratégicos que iniciaron hace unos años están dando buenos resultados.

El caso de **Cambria** aún sigue con una rentabilidad que no es boyante pero que es el inicio de una buena rentabilidad en el futuro. En el caso de **Topps Tiles**, al contrario, nos está generando más de un 20% (incluyendo dividendo) en estos primeros doce meses... y queda más por venir. ¿Cómo no íbamos a comprar más?

Con **Topps Tiles**, por ejemplo, tuvimos una buena muestra en los últimos días... tras haber presentado resultados- donde mostraba la fortaleza en su negocio tradicional y los avances que está haciendo en el nuevo proyecto iniciado hace un par de años de entrar en el sector comercial- comenzó la sesión cayendo un -10% y terminó ese día subiendo un +10%... un movimiento de +20% entre ida y vuelta... que nosotros aprovechamos para comprar en la parte baja del día. Para que luego os hablen de la eficiencia del mercado...

Respecto al caso de las ventas de **PORSCHE** y **BME**, básicamente el motivo es bien sencillo. En el caso de **PORSCHE HOLDINGS** el motivo fue que se había acercado bastante al valor intrínseco que

le tenía calculado y, sinceramente, aún pensando que la empresa vale más que su precio actual, creo que existían mejores opciones para vuestro dinero- y así fue. En el caso de BME la situación fue diferente... tras haberla mantenido en cartera desde hace muchos años- en la etapa anterior nos generó una rentabilidad media del 14.20% anual- hace un par de semanas recibimos la oferta de adquisición por parte de SIX- su equivalente en Suiza- a 35€ por acción. En este caso, dicho precio de adquisición (terminamos vendiendo por encima, a 35,30€) era superior al valor intrínseco que le tenía calculado de 30€, por lo que me pareció lógico deshacer la posición... aún a sabiendas de que Euronext podría intentar guerrear y ofrecer algo más.

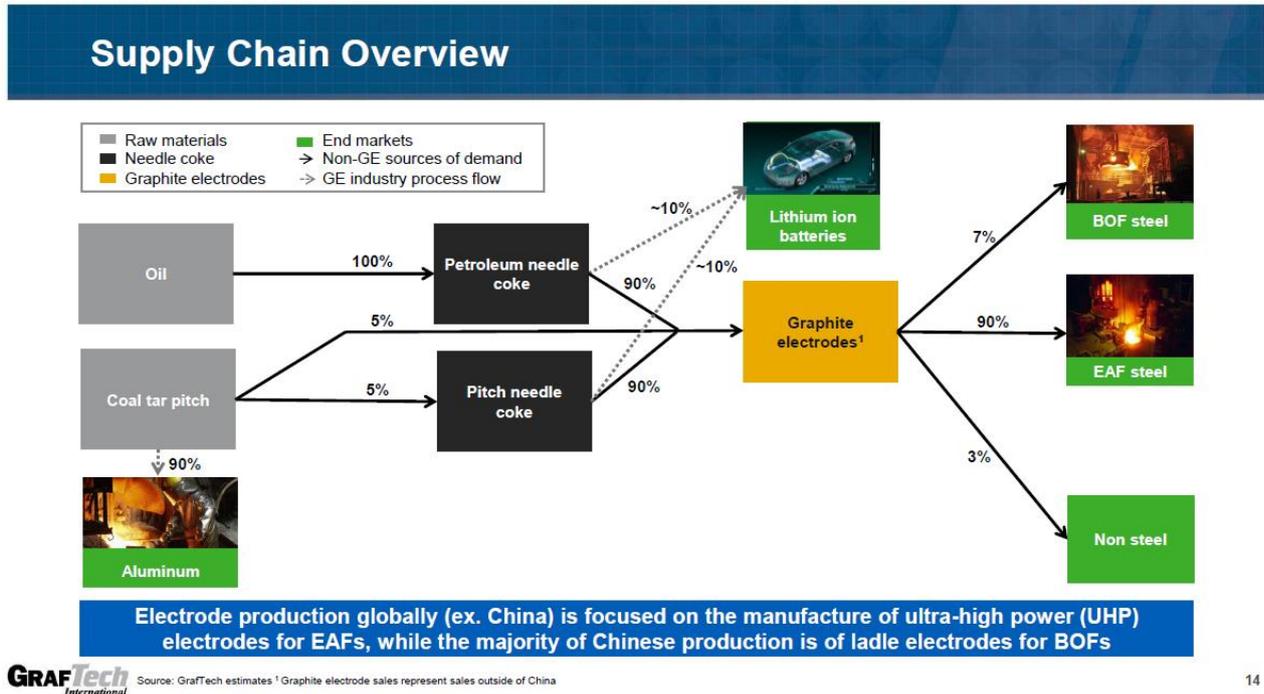
Esa venta, nos permitió ganar casi un 42% (sin dividendo) en esta nueva etapa (una TAE de casi un 60% sin dividendos), y supone que la confianza que teníamos puesta en esta empresa, desde hace años, ha terminado generando una rentabilidad media anual del 18.23%, que pienso no está nada mal. Ojalá todas las empresas en que invirtamos vuestro dinero nos terminen generando este tipo de rentabilidad en el largo plazo; recordad que en el caso de BME venimos poniendo nuestra confianza desde 2011.

En relación a la nueva empresa **GRAFTECH** podemos decir alguna que otra cosa. En primer lugar es indicar que fue gracias a Pabrai- y posteriormente a mi amigo Emérito y algunos amigos de un chat de México- como llegó esta empresa a mi atención.

Normalmente ver lo que compra Pabrai suele ser buena cosa, por lo que estuve siguiéndole la pista a la compañía. No sólo Pabrai es una garantía de que hay un tesoro escondido, también el hecho de que el accionista principal sea Brookfield apoya esa impresión, pues su directivo Bruce Flatt es otro fuera de serie. Pero como siempre, no por el hecho de que un gran inversor esté comprándola, tenemos que invertir. Al revés, debemos seguir haciendo nuestro trabajo y nuestra labor de comprensión sobre la misma.

Dado que la Carta ya está siendo larga no quiero excederme más de la cuenta, pero sí conviene decir ciertas cosas sobre la empresa en sí. GrafTech hace electrodos de grafito de extremada capacidad UHP (*ultra-high performance*, en inglés) que, en esencia, es un material con unas propiedades únicas para aguantar la energía del proceso de fundición; es utilizado para calentar los hornos donde se funde el acero.

Hay dos formas de fundición de acero: el horno clásico basado en oxígeno (BOF en inglés) y los hornos de arco eléctrico (EAF). La diferencia principal entre ambos es el tipo de material requerido para procesar el acero, el clásico requiere mineral de hierro mientras el de arco eléctrico puede usar acero de chatarra. Además de la diferencia en la fuente de energía, la otra principal para nuestro caso es el diferente coste de instalación; en el tradicional supone aproximadamente unos \$1.100 por tonelada mientras que el EAF sólo unos \$300... evidentemente esta diferencia en costes ha llevado a que el 46% de la producción total de acero- sin contar China- se base en el sistema de arco eléctrico, donde GrafTech sobresale por estar verticalmente integrada.



14

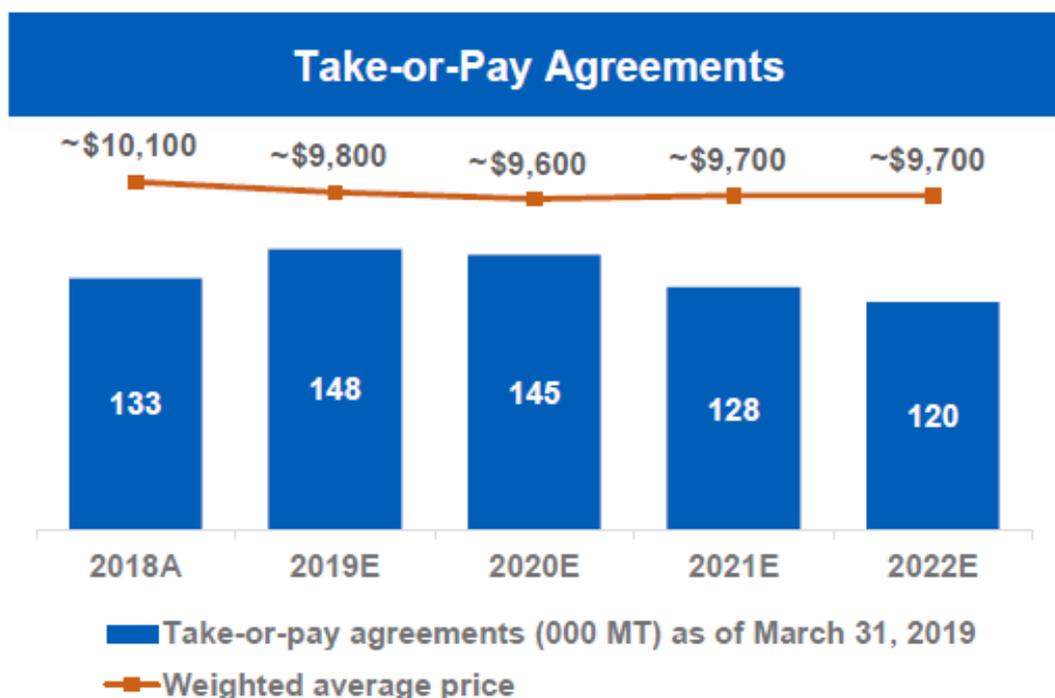
Se espera que la penetración de la producción de acero basada en EAF sea estable en el futuro previsible, debido al gran compromiso de las economías desarrolladas hacia tecnologías respetuosas con el medio ambiente.

El papel de China e India en la producción de acero EAF será consecuente en los próximos años, ya que la penetración actual de la producción de acero EAF en ambos países es menor que la de los países desarrollados, pero aumentará a un ritmo mayor en los próximos años; en China, por ejemplo ha pasado del 6% al 9% (con un objetivo del 20% en 2020), aún muy por debajo del 46% del resto del mundo. Esto generará una tendencia ascendente significativa a la demanda de electrodos de grafito en los próximos cinco años. La cadena de suministro del mercado es extremadamente dinámica con un suministro limitado de materias primas (coque de aguja de petróleo), así como un electrodo de grafito junto con el aumento constante en la producción de acero EAF.

La preferencia de la batería de iones de litio para la creciente producción de vehículos eléctricos lleva la crisis de suministro al siguiente nivel. El coque de aguja de petróleo es una materia prima esencial para la producción de la batería de iones de litio. Además, con ningún sustituto del electrodo de grafito en la producción de acero EAF hace que el material sea un recurso estratégico más que una simple materia prima.

Dentro de los principales productores, cinco de ellos – *Showa Denko K.K.*, *Fangda Carbon New Material Co. Ltd.*, *Tokai Carbon Co. Ltd.*, *Graphite India Limited*, y *HEG Ltd.* – están basados en la región Asia-Pacífico. La mayoría de los principales jugadores en el sector tienen establecidos planes de expansión de capacidad para absorber la creciente demanda de electrodos de grafito en los próximos cinco años. Pese a este incremento de capacidad, creo que el riesgo sobre el precio del producto está más que limitado en el caso de GrafTech, pues ha cerrado acuerdos obligatorios de contrato para los próximos años a un precio promedio de \$9.800 por tonelada (Veníamos de mínimos de \$2.500-\$4.000 y en los últimos tiempos se dispararon por encima de los \$25.000-\$35.000 por tonelada) para dos tercios de su producción, quedando el otro tercio en precios de mercado, que implica que puede suponer unos ingresos por tonelada más volátiles.

Por cierto, la importancia de que GrafTech esté completamente integrada verticalmente no es una ventaja pequeña, en una situación en la que el control de costes es fundamental, tener la capacidad de producir tu propia materia prima es básica.



**GRAF***Tech*  
International

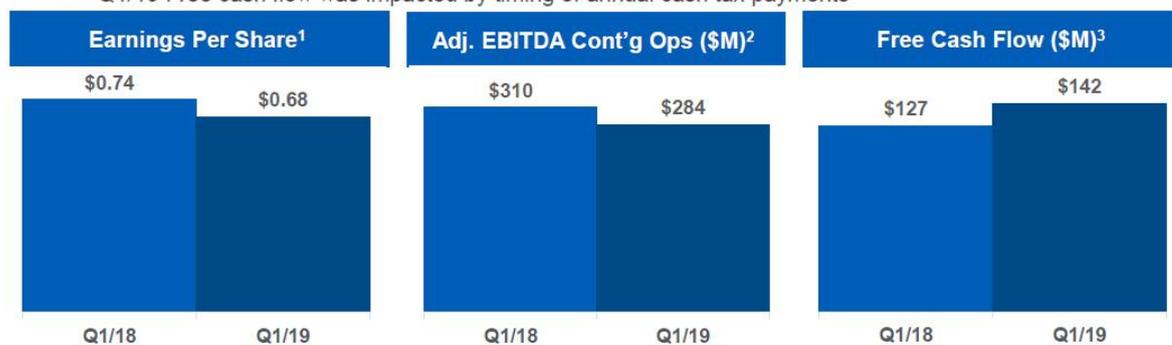
Source: GrafTech estimates; <sup>1</sup> Based on contracted volume as of 3/31/2019

Además, el coste de los electrodos de grafito suponen un porcentaje muy pequeño de la producción de acero, entorno al 3-5%, pero en cambio la importancia de que su calidad y capacidad de aguantar el proceso es muy valiosa, por lo que aquellos productores que son capaces de ofrecer una fuente de suministro estable y de mantener una calidad elevada son muy apreciados y, por ello, cuentan con clientes bastante fiables a largo plazo y capacidad para incrementar sus márgenes; por eso la compra de Sedrift Coke L.P. por parte de GrafTech hace unos nueve años le ha sido muy útil para ofrecer unas posibilidades excepcionales para mantener una fuente estable: Seadrift provee el 70% de la capacidad de producción de GrafTech.

Por el lado de la capacidad financiera, GrafTech, el volumen de deuda es asumible porque genera suficiente *cash flow* para ello; y no sólo ya que también está repartiendo- dado el peso de Brookfield en su capital- una jugosa rentabilidad para los accionistas, tanto vía dividendos como recomprando acciones- y, pese a ello cuenta con capacidad para seguir reduciendo su endeudamiento año a año. La intención para los próximos años sigue siendo retribuir a los accionistas con el 50-60% del *cash flow* anual y el resto para reducción del nivel de deuda, fortaleciendo de esta forma cada vez más la estructura financiera de la empresa.

## Continued Strong Financial Results

- Financial results benefited from increased net sales offset by higher cost of sales; cost of sales continue to be impacted by higher third party needle coke costs
- Q1/19 Free cash flow<sup>3</sup> was up 12% from the prior year period
  - Q1/18 Free cash flow was impacted primarily by a significant one-time increase in accounts receivable related to higher graphite electrode pricing
  - Q1/19 Free cash flow was impacted by timing of annual cash tax payments



<sup>1</sup> Earnings per share represents diluted earnings per share after giving effect to the stock split effected on April 12, 2018 for both periods and the share repurchase effected on August 13, 2018, resulting in weighted average shares outstanding of 290,566,163 and 302,225,923 for the three months ended March 31, 2019 and 2018, respectively. <sup>2</sup> Non-GAAP measure, see page 20 for reconciliation. <sup>3</sup> Non-GAAP measure, see page 21 for reconciliation

9

En resumen, pienso que hemos incorporado una buena empresa, bien gestionada, con un riesgo de negocio a corto plazo relativamente limitado y con posibilidad de alcanzar su valor intrínseco en los próximos cuatro o cinco años

### Varios

El nivel de liquidez actual es el 27.31% y 22 empresas. Contamos con unos 177 argonautas de toda España y subiendo y unos 7.200.000 euros bajo gestión. El diferencial en patrimonio respecto al mes pasado se ha debido, básicamente, a rentabilidad y no tanto a nuevas entradas. Notaréis, supongo... ¡espero!, que el gráfico comparativo del final entre el valor liquidativo y el valor intrínseco ha variado... esta actualización o modernización es debida a un amigo: Álvaro. La verdad es que está más bonito así. ¡Muchas gracias, Álvaro!

En este mes ha entrado un nuevo argonauta y otros habéis seguido incrementando vuestra posición... ¡gracias por la confianza! Os adjunto el enlace a la entrevista- fue un placer- en la sede de KAU Markets en Valencia: <https://youtu.be/6GIW3bINZeQ> espero que os resulte amena; para mí fue todo un placer charlar con Lorenzo y José Iván, de ZonaValue.com. Felicidades, también, a la abuela y hermano de una de vosotros... 92 años son para celebrar.

El valor liquidativo de este Argos es equivalente a comprar un billete de cien euros por 65,21€, 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:

<b>IBEX 35</b>	<b>IBEX35 con div</b>	<b>IGBM TOTAL</b>	<b>S&amp;P500 div</b>	<b>Eurostoxx GR</b>	<b>ARGOS</b>
3,03%	7,44%	7,32%	12,06%	18,62%	<b>10,44%</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.

Dejadme ahora, como cada año cuando llega la Navidad, que os escriba unas líneas...

Como sabéis, ésta es una de las fechas más entrañables del año por lo que significa y por lo que celebramos... el acontecimiento más grande e importante de la Creación, cuando Aquél que es amor se hizo uno con nosotros. Estas fechas son especialmente señaladas para compartir entre la familia y los amigos... y vosotros, argonautas, formáis parte de esa familia tan especial que ha resultado ser el Argos.

El carácter o, mejor, el espíritu del Argos lo hemos logrado y lo hemos construido entre todos... y eso es lo que le hace tan especial. A lo largo del año hemos tenido argonautas que lo han pasado mal a nivel personal o familiar- y algunos aún lo siguen pasando- pero quiero daros las gracias a todos, en su nombre, porque el cariño que les habéis compartido, verdaderamente, llega al corazón. La Navidad es la época de compartir... no regalos, precisamente, sino la paz y el amor que el mismo hecho de la Navidad representa: el nacimiento de un Niño.

Aunque hoy en día se ha perdido el auténtico espíritu de lo que es la Navidad- una fiesta religiosa y cristiana, nada de otros añadidos a su significado- quiero, como cada año, desearos a todos que disfrutéis estas fechas en amor y paz, que aquellos que tengáis niños pequeños podáis ver el mundo con sus ojos y con ello logréis viajar en el tiempo hasta recuperar cómo vosotros mismos las disfrutabais en vuestra niñez.

Que, al reuniros en familia, mantengáis el espíritu de esa ilusión, paz y amor que hizo que, en su momento, hace ya muchos años, en plena Primera Guerra Mundial, los combatientes en ambos lados de las trincheras, envueltos en lodo y frío, fueran capaces de parar la guerra, llamar a los combatientes del lado contrario y unirse para celebrar esa Nochebuena sabiéndose hermanos. Hoy que el odio parece campea por todos lados, recordemos que incluso hoy en día, el Niño sigue naciendo y sigue trayendo una y otra vez el mismo mensaje:

*Gloria a Dios en el Cielo... y Paz a los Hombres de Buena Voluntad.*



Tanto mi mujer, hijos y yo mismo os deseamos a todos los que recibís esta Carta, de todo corazón, una muy feliz Navidad.

*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	9,51%	13,59%	12,84%	27,63%	25,94%	13,10%
Anualizada*	-0,76%	4,11%	4,54%	13,24%	6,56%	4,83%
<b>Diferencia</b>	<b>5,59%</b>	<b>0,72%</b>	<b>0,29%</b>	<b>-8,40%</b>	<b>-1,73%</b>	

\* Incluye desde el 16-12-2010

#### REAL Desde el 21-1-2011

Anualizada	-1,68%	3,21%	3,62%	13,26%	6,25%	5,01%
<b>Diferencia</b>	<b>6,69%</b>	<b>1,80%</b>	<b>1,40%</b>	<b>-8,25%</b>	<b>-1,24%</b>	

