

2021

Primer Trimestre

Carta  
Trimestral

**Azvalor.**

Asset  
Management

Estimado coinversor,

Esperamos en primer lugar que tanto Uds. como sus familias se encuentren bien. Después de meses duros para todos, hay datos que nos hacen pensar que estamos más cerca de volver, aunque sea progresivamente, a una vida normalizada. Hace pocos días celebramos nuestra 6<sup>a</sup> Conferencia Anual de Inversores con la particularidad de no poder hacerlo junto a ningún partícipe, obligados por el protocolo sanitario que regula los eventos públicos. Sin embargo, tuvimos el aliciente de hacerlo en una sede de una de las compañías (Kinépolis) de la que todos nosotros somos accionistas (la conferencia se celebró en una de las salas del complejo de Kinépolis en Alcobendas). Tratamos con ello de trasladarles vía online la misma sensación que han tenido otros años asistiendo presencialmente. Por lo demás, la preparación de la conferencia y nuestra intención de rendir cuentas con todos nuestros coinversores fue idéntica a la de ediciones anteriores. Esperamos que en las futuras ediciones podamos contar con ustedes físicamente en el auditorio. La grabación de la conferencia la puede encontrar en nuestra página web en este enlace.



En la conferencia compartimos nuestra fuerte convicción en la cartera actual, con compañías sólidas, bien preparadas para aguantar cualquier circunstancia de mercado que podamos encontrar. Tras un año 2020 muy difícil, **las empresas han confirmado las buenas razones por las que decidimos invertir en ellas**, y no sólo aguantando una situación complicada, sino aportando la rentabilidad que previamente no había aflorado. Desde el punto actual, y ya superada una “tormenta perfecta”, vemos **un horizonte atractivo** para nuestros negocios, que siguen ofreciendo rentabilidades muy interesantes para todos nosotros como accionistas en términos absolutos, y más aún en términos relativos, frente a la mayoría de las alternativas del mercado. En el apartado de cada fondo a continuación, detallamos los niveles de valor y precio en que basamos estas afirmaciones.

En cuanto al equipo de Azvalor, seguimos incorporando nuevo talento que complementa y refuerza el equipo actual. Esperamos dos incorporaciones este trimestre y seguramente una más antes de fin de año que trabajarán desde nuestra oficina de análisis de Londres, ya preparada para crecer tras más de tres años de funcionamiento y resultados muy satisfactorios. Todo ello redundará en una progresiva mayor contribución de todos los miembros del equipo a la toma de decisiones de inversión, dentro de nuestro esfuerzo por reforzar un equipo, una filosofía de inversión y una cultura de empresa que muestre la visión y el trabajo que llevamos en el ADN de Azvalor.



Michael Alsalem se centrará desde Londres en el fondo Umbra, un vehículo de inversión libre (FIL) para cliente institucional enfocado en compañías de pequeña capitalización.

En cuanto a los flujos de capital en los fondos, hemos tenido en este 1T21 **entradas netas de 7 millones de euros** (incluyendo nuestra SICAV de Luxemburgo) y la tendencia ha continuado en abril. Los coinversores de Azvalor seguimos dando muestras de fortaleza y convicción, no sólo manteniendo las inversiones en tiempos complicados, sino aumentando ese compromiso como demuestran las cifras de los primeros meses del año.

## Carteras

Nuestros fondos Internacional, Iberia, Blue Chips y Azvalor Managers **han seguido subiendo en el primer trimestre de este año** (+16%, +13%, +18% y +24%, respectivamente). Se trata del cuarto trimestre consecutivo de subidas importantes. No obstante, y como reiteramos en nuestra conferencia anual, creemos que es razonable esperar un periodo de varios años de rentabilidades mejores que las del mercado. Esto es lo que ha sucedido en otras ocasiones a lo largo de la historia inversora de este equipo, cuando el punto de partida de las valoraciones era, como ahora, tan atractivo frente a los índices generales de renta variable.



Valoración  
Azvalor

Potencial\*

203€

+105%

\*Los potenciales de revalorización que se indican en el documento se han obtenido como resultado de la diferencia entre el valor estimado de cada uno de los activos subyacentes de las carteras, en base a nuestros modelos internos de valoración y los precios a los que cotiza cada uno de ellos actualmente en los mercados bursátiles.

El potencial se ha calculado respecto al Valor Liquidativo del 31/03/2021

# Cartera Ibérica

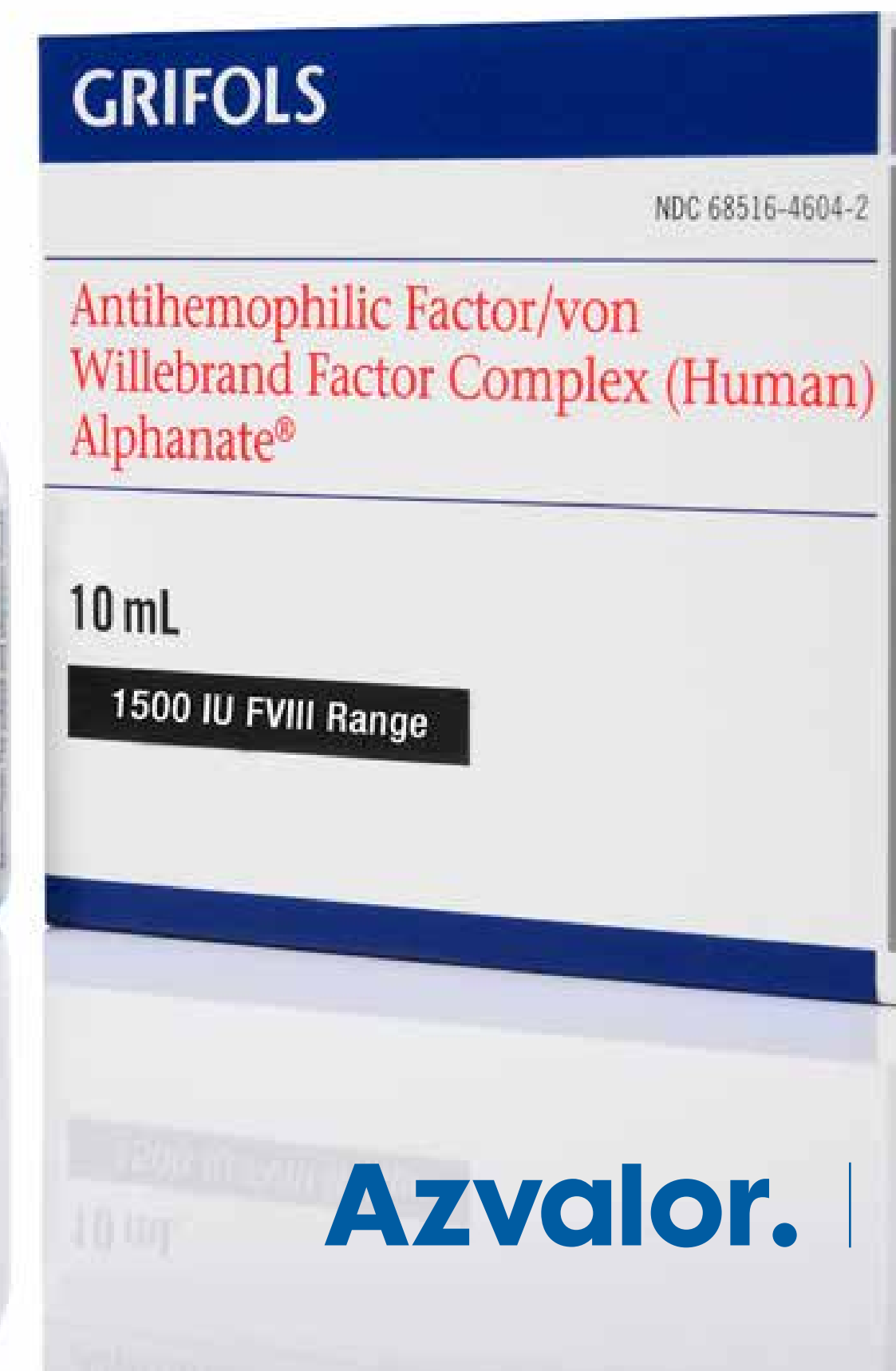


En la cartera ibérica solo hemos incluido una empresa nueva en este trimestre (**las acciones preferentes de Grifols**). Se trata de una compañía familiar líder mundial en derivados del plasma.

A nuestro precio de compra pagamos 11 veces los beneficios normalizados que estimamos en 2022, un nivel muy atractivo teniendo en cuenta las barreras de entrada del sector.

Vendimos la posición en **Arcelor Mittal, Acerinox, Bankinter** e **Indra** tras las subidas de sus cotizaciones y el resultante menor potencial. Tras estas ventas, la posición de liquidez del fondo ha subido notablemente. Aunque Azvalor Iberia es un fondo de compañías exclusivamente españolas y portuguesas, tiene flexibilidad para albergar (hasta un máximo del 10%) alguna compañía no-ibérica. Nuestra intención es hacer uso de ella en momentos muy puntuales en los que la posición de liquidez sea muy alta.

Entre enero y marzo no ha habido variaciones sustanciales de valor en las compañías del fondo, cuyo **valor estimado se sitúa en 203 EUR por participación**.



Valoración  
Azvalor

Potencial\*

261€ +112%

\*Los potenciales de revalorización que se indican en el documento se han obtenido como resultado de la diferencia entre el valor estimado de cada uno de los activos subyacentes de las carteras, en base a nuestros modelos internos de valoración y los precios a los que cotiza cada uno de ellos actualmente en los mercados bursátiles.

El potencial se ha calculado respecto al Valor Liquidativo del 31/03/2021

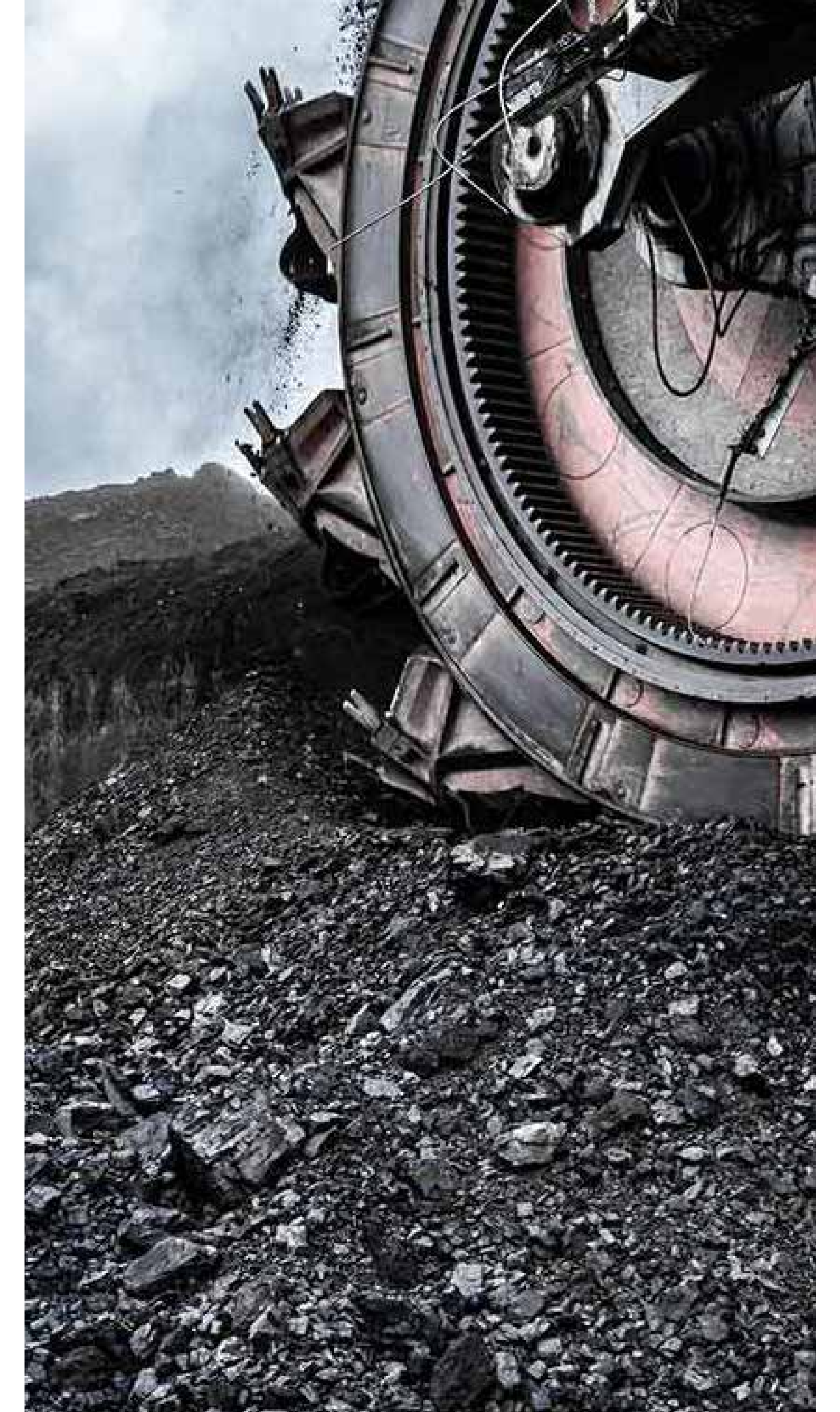
# Cartera Internacional



El primer trimestre nos dio la oportunidad de entrar en varias empresas nuevas. Comentamos a continuación aquellas en las que la posición tomada superó el 0,5% del fondo.

**Arch Resources** es uno de los principales productores de carbón metalúrgico usado en la fabricación de acero. A nuestro precio de entrada, las acciones de Arch descontaban un nivel de 133 USD por tonelada de carbón metalúrgico; consideramos que este precio es insuficiente. Con una intensidad en capital estimada por nosotros, la industria necesitaría un precio más cercano a los 150 USD por tonelada para generar un 10% de retorno después de impuestos.

De alcanzarse nuestra previsión, las acciones de Arch valen más del doble de nuestro precio de compra.





Las mineras de oro han tenido un comportamiento bajista desde hace algunos meses. Esto nos ha permitido volver a comprar acciones de **Goldfields** un tercio más baratas de lo que las vendimos hace apenas unos meses. También adquirimos un paquete de acciones de **Kinross Gold**, compañía que seguimos desde hace más de 7 años, a un precio muy atractivo que nos deja una rentabilidad (Free Cash Flow Yield) del 14%, usando el precio spot del oro.

También entramos en **Endeavour Mining**, otra minera de oro, a un precio muy atractivo, inferior a 10 veces nuestro nivel de beneficios estimado, también usando el precio *spot* del oro.



Estas compras se han financiado principalmente con las ventas totales de nuestra posición en **Golar LNG** y **Meliá**.

En el caso de Meliá hicimos la excepción de comprar una compañía española para nuestro fondo global por el precio tan atractivo (cambio medio de 3 EUR/acción) al que llegaron sus acciones en plena pandemia. Con una revalorización superior al 130%, vendimos. Pese a que todavía le vemos potencial (y la mantenemos en nuestro fondo ibérico), a niveles de 7 EUR / acción la excepción resulta menos atractiva.

Vendimos **Golar** tras una ligera rebaja del precio objetivo que dejaba un potencial de revalorización menor que otras alternativas.

También vendimos **Uranium Royalty**, **Serco**, **Valaris** y **Diamond Offshore**, todas ellas posiciones inferiores a 20 puntos básicos.



No se han registrado en el trimestre variaciones de valor significativas en nuestras inversiones; nuestro trabajo de seguimiento diario nos ha llevado sin embargo a bajar puntualmente los precios objetivos de International Seaways, Cabot Oil & Gas, Borr Drilling y Petrofac. Todas ellas siguen presentando un potencial elevado.

**El valor estimado del fondo a la fecha de esta carta se sitúa en los 261 EUR por participación.** Así, pese a las fuertes subidas desde los mínimos del COVID (+108% desde marzo de 2020), creemos que nuestra estrategia de rotación de valores (vender lo que ha subido, comprar lo que ha caído) y el nivel muy atractivo de valoración a cierre del 1T21, nos permiten esperar rentabilidades superiores al mercado en los próximos años.

# Azvalor Blue Chips

Valoración  
Azvalor

Potencial\*

216€

+88%

\*Los potenciales de revalorización que se indican en el documento se han obtenido como resultado de la diferencia entre el valor estimado de cada uno de los activos subyacentes de las carteras, en base a nuestros modelos internos de valoración y los precios a los que cotiza cada uno de ellos actualmente en los mercados bursátiles.

El potencial se ha calculado respecto al Valor Liquidativo del 31/03/2021

**El valor por participación se sitúa en los 216 EUR.**

La cartera de este fondo es muy parecida a la de Azvalor Internacional.

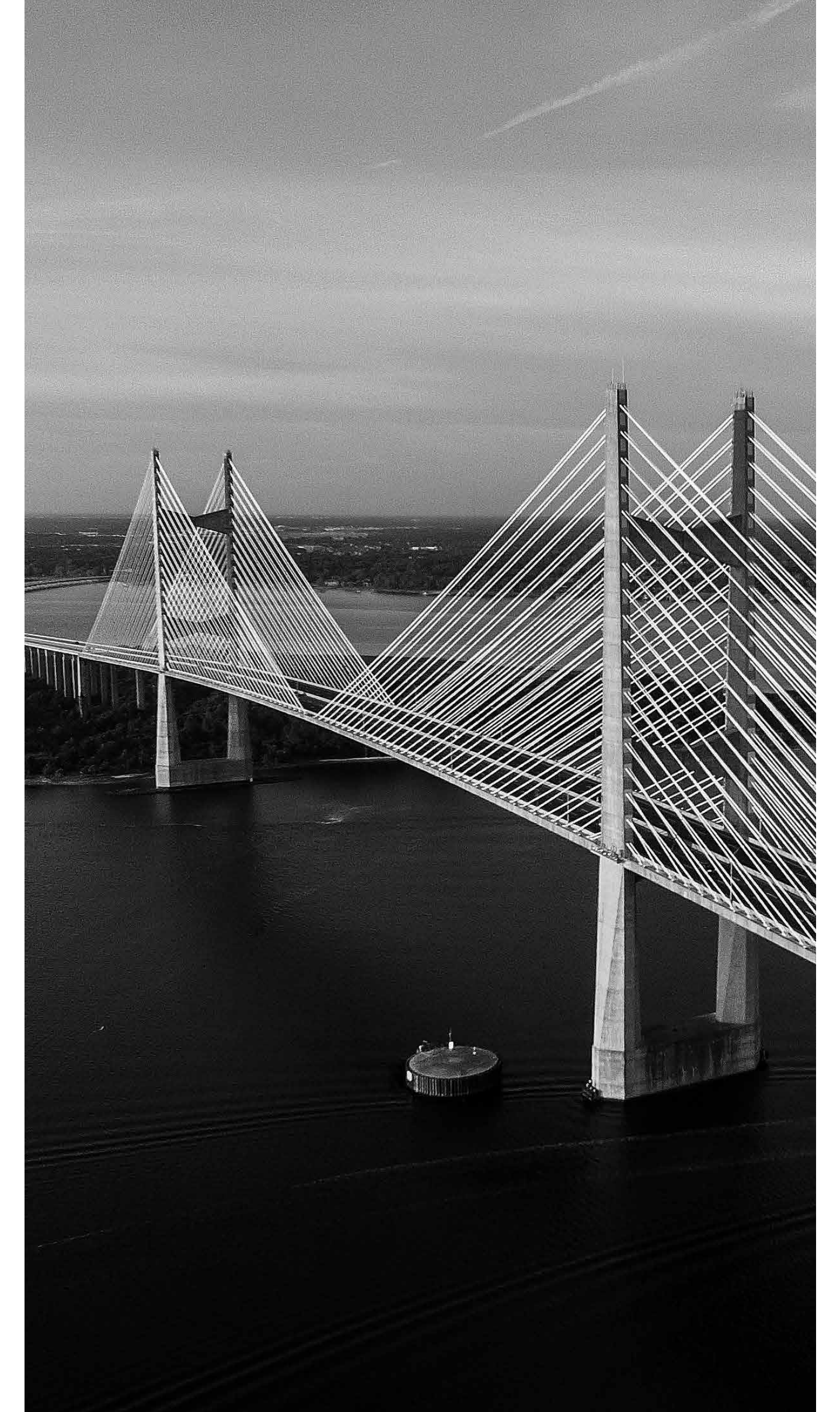
La diferencia es que está formada por valores más grandes (20 mil millones de euros de capitalización media ponderada), tiene menos empresas (40 compañías frente a 70) y está más concentrado (el top 15 supone casi un 60% frente a un 50% en Azvalor Internacional).



# Azvalor Managers

Tras una subida desde mínimos del 113% creemos que **el fondo sigue aún infravalorado.**

Cada uno de los cuatro gestores que agrupa este fondo cuenta con una dilatada y brillante trayectoria inversora y todos ellos siguen viendo un potencial muy interesante a sus compañías pese a las subidas recientes. Los socios fundadores tienen en este fondo aproximadamente el 10% del patrimonio invertido en Azvalor (que es, a su vez, más del 90% del total de sus inversiones financieras). Esa sería la exposición que nos parece adecuada



Nos despedimos, agradeciéndoles de nuevo su confianza y emplazándoles a ponerse en contacto con nuestro equipo de Relación con Inversores para resolver las dudas que puedan tener.

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, consisting of several overlapping loops and a long horizontal stroke extending to the right.

Equipo Azvalor SGIC

# Carta Trimestral 1T 2021



Twitter



Telegram



Youtube



LinkedIn

## Azvalor.

[azvalor.com](http://azvalor.com)

[info@azvalor.com](mailto:info@azvalor.com)

Pso. de la Castellana, 110  
28046 Madrid

T +34 900 264 080

C +34 91 737 44 40

F +34 91 737 44 41