

2020

Cuarto Trimestre

# Carta Trimestral

**Azvalor.**

Asset  
Management

Estimado coinversor,

Nuestros fondos Internacional, Iberia y Blue Chips han seguido subiendo en el cuarto trimestre (+24%, +21% y +25%, respectivamente). El rebote desde mínimos asciende ya al +77% en Internacional, +31% en Iberia y +101% en Blue Chips.

Los tres fondos cierran, no obstante, el año en negativo (-6%, -24% y -2%, respectivamente). La recuperación desde mínimos es buena noticia y creemos que continuará en los próximos años.

La razón de nuestro optimismo: la cartera sigue estando más barata que el mercado en general, y las perspectivas de nuestras compañías han mejorado (más sobre esto a continuación).

Valoración  
Azvalor

Potencial\*

192€ +119%

\* Potencial de revaloración a cierre de año obtenido como resultado de la diferencia entre el valor estimado de cada uno de los activos subyacentes en base a nuestros modelos mismos de valoración y los precios a los que cotiza cada uno de ellos actualmente en los mercados bursátiles

# Cartera Ibérica



En la cartera ibérica no hemos incluido ninguna empresa nueva en este trimestre. Vendimos la posición en **Ence**, **Aena** y **Naturgy**, y rebajamos en **Acerinox**, **Arcelor**, **Applus** y **Elecnor**. Con las ventas financiamos más compras en **Técnicas Reunidas**, tras las fuertes caídas de octubre. **Vemos el peor comportamiento de la cartera ibérica frente a la internacional como algo temporal, quizás en parte explicado por el mayor peso de compañías pequeñas y un impacto más dañino del COVID en España.**

Se trata de un fondo concentrado en empresas que conocemos bien y cuyas perspectivas están mejorando. En el caso de las ligadas al sector petrolero (**Técnicas Reunidas**, **Repsol**, **Galp** y **Tubacex**) vemos un excesivo pesimismo que ya se está empezando a corregir (desde noviembre el índice de energía XLE gana por un 30% al índice de tecnología QQQ), al igual que en **Meliá** con el anuncio de las vacunas.

**Elecnor** es una compañía robusta en la que el negocio tradicional está gratis. **Altri** y **Miquel y Costas** son dos de las papeleras mejor gestionadas de Europa y sus precios en bolsa no reflejan el potencial de beneficios futuros; una situación muy similar ocurre en **Logista**, de la que ya hablamos en nuestra anterior carta ([leerla aquí](#)). **Mota Engil** acaba de cerrar una operación muy positiva en nuestra opinión, al combinar su presencia comercial líder en Africa con el pulmón financiero de una constructora líder China.



## Estas 10 compañías suman el 61% de nuestra cartera y somos optimistas respecto a la revalorización futura que nos aguarda de su mano.

Este trimestre no ha habido reducciones sustanciales de valor en ninguna compañía del fondo. Nuestro valor estimado ha subido un 2% en el trimestre hasta 192 EUR por participación, lo que supone más del doble que el nivel de cierre de año (87 EUR).

61%  
de Azvalor Iberia



Valoración  
Azvalor

Potencial\*

233€

+122%

\* Potencial de revaloración a cierre de año obtenido como resultado de la diferencia entre el valor estimado de cada uno de los activos subyacentes en base a nuestros modelos mismos de valoración y los precios a los que cotiza cada uno de ellos actualmente en los mercados bursátiles

# Cartera Internacional



El cuarto trimestre nos dio la oportunidad de entrar en varias empresas nuevas que llevábamos tiempo analizando. Comentamos algunas de ellas a continuación.

**Total** es una de las petroleras integradas con mejor trayectoria en asignación de capital, y compramos por debajo de per 10x y a un 8% de rentabilidad por dividendo. **Kinepolis** es la cadena de cines cotizada mejor gestionada del mundo a nivel operativo (medido por ingresos/visitante y costes/visitante) gracias a una cultura que involucra a todos los empleados con un sistema de incentivos único. **El parón del COVID nos ha permitido volver a invertir 8 años después pagando menos de 8x el beneficio normalizado.**

**British American Tobacco** (BAT) tiene un negocio bueno (alto ROCE) con barreras de entrada difíciles de copiar y hemos invertido a 7x beneficios. **Prairie Sky** posee terrenos en Canadá que alquila a las petroleras para producir hidrocarburos cobrando royalties a cambio. Este negocio poco intensivo en capital y sin complicaciones operativas empezó el 4T20 a un precio un 80% inferior al de su salida a bolsa en 2014, a causa del pesimismo en el sector energía. Ahí compramos, y vemos potencial de doblar la inversión. Las acciones preferentes de **Hyundai** han vuelto a la cartera ya que el descuento sobre las ordinarias excede el 50% (a pesar de un dividendo similar) y vemos potencial para doblar.



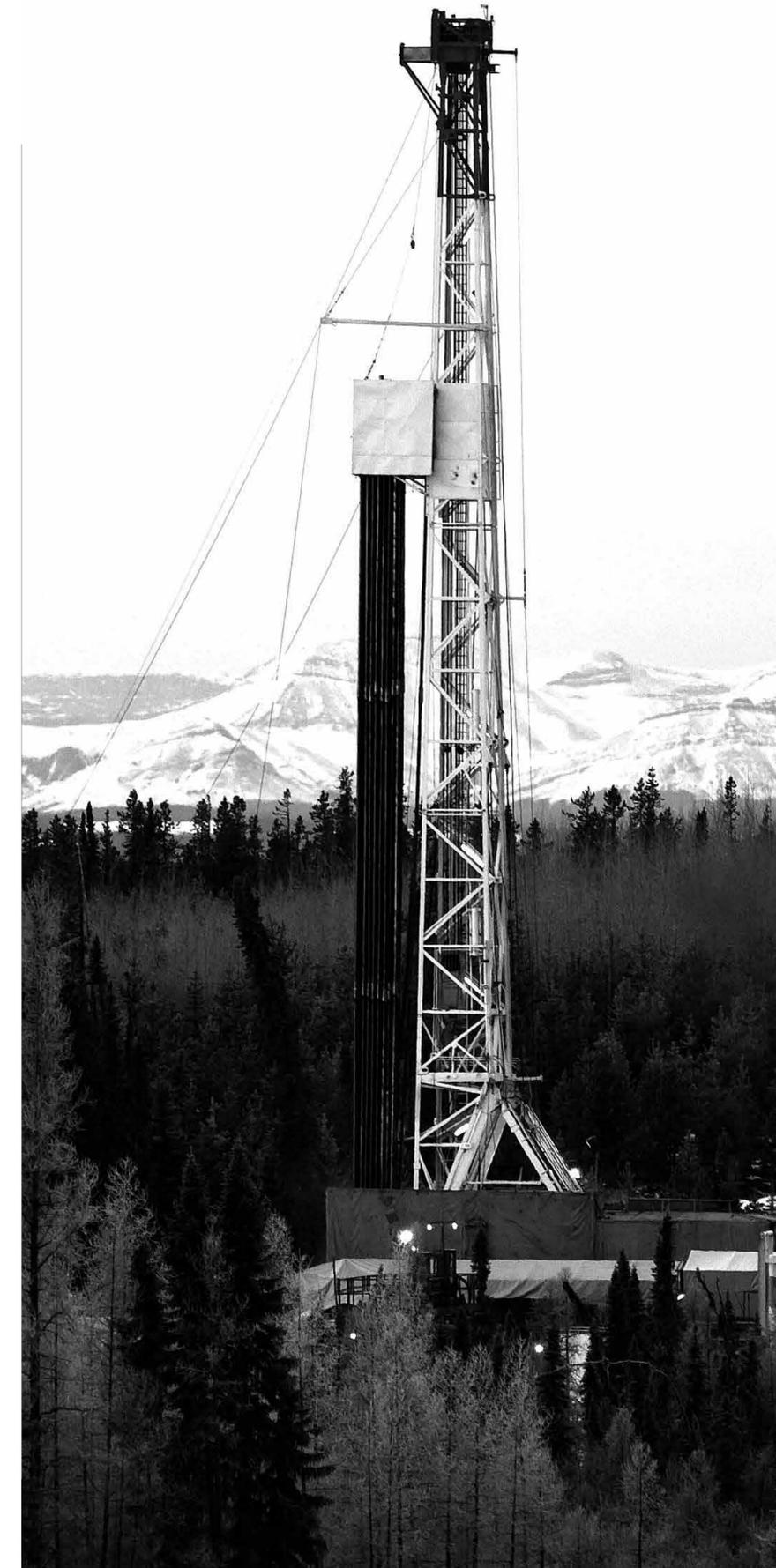
Con la compra de **Canadian Natural Resources** nos asociamos al mejor management en el segmento del “oil sands” canadiense, pagando menos de 6x los beneficios normalizados con un crudo a 60 USD. **Philip Morris** ha ganado la batalla en tabaco de nueva generación, que ya aporta un 25% del beneficio y crece con rapidez en un sector que decrece. Hemos comprado a un precio un 35% inferior al que cotizaba hace 3 años, equivalente a PER 10x sobre los beneficios normalizados que estimamos.

Estas compras se han financiado vendiendo las mineras de cobre **First Quantum** (+110% en 8 meses) y **Freeport** (+54% en 9 meses), así como **Lundin** y **Grupo Méjico** (+20%). También salimos de la papelera **Suzano** (+50% en 9 meses) y de **CNH industrial** (+46% en 6 meses).

### **No se han registrado en el trimestre reducciones de valor en nuestras inversiones.**

Podrían protagonizarlos las que tienen cierto riesgo de balance, que en total pesan un 5,7%, y se mantienen en cartera por su atractivo binomio rentabilidad-riesgo.

En 4T20 el valor estimado del fondo ha subido hasta los 233 EUR por participación, más del doble aún que su nivel de cierre de año (105 EUR).



# Novedades Azvalor



En cuanto a los flujos hemos tenido en este 4T20 suscripciones de 10mn EUR y reembolsos de 39mn EUR (salidas netas de 29mn EUR).

En un año difícil para las estrategias de valor, se trata de una cantidad reducida y que refleja la confianza de nuestra base de clientes (15 mil clientes a cierre de año) en nuestro proceso de inversión.

Nos despedimos, agradeciéndoles de nuevo su confianza y emplazándoles a ponerse en contacto con nuestro equipo de relación con inversores para 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 4T 2020



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