

Estimado coinversor:

Nuestros fondos Internacional y Blue Chips han consolidado la fuerte subida registrada en el segundo trimestre (+41% y +59% respectivamente) y sus valores liquidativos se han apreciado algo menos del 1% en el tercer trimestre. El fondo Ibérico, sin embargo, ha perdido un 10% en el tercer trimestre. En el acumulado del año, no obstante, los tres fondos están en negativo (Internacional, -24%; Iberia, -37%; Blue Chips, -22% –datos a 16/10/2020–) así como desde que empezamos hace casi cinco años; esto es común a la mayoría de las estrategias de valor, como señalábamos en nuestra última carta.

Aunque entendemos que ejercitar la paciencia resulta muy complicado según va pasando el tiempo, nosotros seguimos convencidos de que los inversores que sigan confiando en nosotros van a alcanzar rentabilidades muy significativas en años venideros, como ha sido el caso en todas las ocasiones en que el mercado nos ha probado en los últimos 23 años.

Cuando nuestros fondos caen es cuando más rentable ha resultado comprarlos y cuando menos riesgo presentan. Las caídas del valor liquidativo del fondo reflejan que el precio de las acciones que lo componen ha caído. Esto no se trata de algo definitivo, sino temporal. Detrás de cada acción hay un negocio. Y el mercado valora todos los días ese negocio a través de la fluctuación diaria del precio de sus acciones. En un año natural cualquier negocio fluctúa como mínimo un 50% entre los máximos y los mínimos que marcan sus acciones. Pero el precio de las cosas no fluctúa tanto en el mundo real, y la razón de que sí lo haga en la Bolsa es el factor psicológico: los inversores como grupo pasan con facilidad de la euforia/ambición al pesimismo/miedo. Nuestra estrategia consiste en tratar de aprovecharnos de esa psicología cambiante para comprar cuando hay pesimismo y vender cuando hay euforia, siempre de la mano del estudio profundo de los negocios y su valoración. Para que esto funcione es necesaria la paciencia, pues los negocios siempre tienden a alcanzar su valor; unas veces lo hacen en unos meses y otras veces se necesitan algunos años. Hay algunos casos (entre el 10% y el 15%) donde, como humanos que somos, nos equivocamos y el valor nunca se alcanza. Esa tasa de errores, estable en los últimos 20 años, no nos ha impedido generar buenas rentabilidades históricamente. **Todo esto es un resumen muy básico que la mayoría de nuestros coinversores conoce, pero nos parece oportuno recordarlo cada cierto tiempo, porque es el corazón de nuestra filosofía de inversión.**

Así, aunque en el tercer trimestre el liquidativo del fondo internacional ha subido sólo un 0,5%, **su valor estimado por nosotros ha subido desde los 219 EUR a los 230 EUR**¹. Esta cifra es subjetiva, no se puede consultar en un periódico, y tiene “valor” en la medida en que uno confíe en que nuestras

¹ 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.

valoraciones de los negocios son, por norma general, correctas. Para nosotros, el valor estimado del fondo es **la cifra más importante que podemos compartir con usted: refleja tanto lo que ha pasado en el trimestre como lo que podemos esperar en el futuro.**

El valor estimado por nosotros del fondo refleja lo que ha pasado en el trimestre porque, si la cifra crece (buenas noticias), quiere decir que hemos podido vender acciones que han subido (y por tanto presentan un menor potencial) y con ese dinero comprar acciones que han bajado (y por tanto presentan un mayor potencial). Si la cifra cae (malas noticias), quiere decir que no se han encontrado reemplazos para las acciones vendidas, o bien que se ha rebajado la valoración de algunos negocios por cualquier circunstancia. En este trimestre se han creado 11 EUR de valor por cada participación de Azvalor Internacional, lo que supone una subida del 5% del valor objetivo anterior y, lo que es quizás más importante, el 13% del liquidativo actual de 87 EUR.

El valor estimado por nosotros del fondo refleja lo que podemos esperar en el futuro porque, cuando comparamos el valor estimado con el valor liquidativo, vemos cuánto podemos esperar ganar en los próximos años. Así, nosotros creemos que detrás de los 87 EUR por participación que pagaríamos hoy por comprar el fondo, hay 230 EUR de valor. No sabemos cuándo se alcanzará ese valor, pero sí sabemos que en los últimos 20 años se ha alcanzado, unas veces más rápido y otras más despacio, y esto a pesar de los errores de inversión habituales que siempre se cometen. Si, por ejemplo, se alcanzara en 5 años este valor, la ganancia sería de un 21% anual desde estos niveles. Para los que compraron el fondo cuando lanzamos Azvalor hace ya casi 5 años a 100 EUR por participación, la ganancia sería menor, de un 8,6% anual.

Vamos a detallar a continuación los factores relacionados con el valor en cada una de las dos carteras principales.

Cartera ibérica

En la cartera ibérica no hemos incluido ninguna empresa nueva en este trimestre. Los principales incrementos de peso han sido en Indra y en Logista, y las principales desinversiones han sido en Prisa y Sonae Capital.

Indra es una compañía que seguimos desde su salida a bolsa a finales de los 90 y de la que hemos sido accionistas en numerosas ocasiones. A cierre del segundo trimestre, teníamos una posición del 1,8% comprada a un cambio medio de 7,3 EUR por acción. En el tercer trimestre el mercado ha penalizado a la empresa con una caída adicional del 16%. En nuestra opinión, se trata de una oportunidad única a 5 años vista. Indra cotiza por debajo de los mínimos marcados en 2012, cuando España estaba al borde del rescate. Desde entonces ha mejorado la situación financiera de la compañía, y han entrado unos gestores con una excelente trayectoria en los que confiamos

plenamente. Nuestro precio medio de compra supone pagar entre 7 y 8 veces los beneficios que estimamos generará la compañía de aquí a dos/tres años. Esperamos una revalorización superior al 70% en los próximos 3-4 años.

Logista es el cuasi monopolio en la distribución al por mayor de tabaco en España, Francia e Italia. Se trata de un negocio sólido con fuertes barreras de entrada, una renovada (y excelente) gestión y que compramos ya en el segundo trimestre tras caídas de hasta casi un 40%. Hemos incrementado la posición desde el 3,3% del fondo hasta el 4,9% en este tercer trimestre, aprovechando que la cotización ha caído un 10% adicional.

Respecto a las desinversiones, en el caso de **Sonae Capital** la familia dueña propuso una OPA y aprovechamos la subida de los títulos para vender e invertir más capital en Indra y en Logista, a las que vemos mayor potencial.

En Prisa invertimos a un precio medio de 1,62 EUR estimando un valor superior a los 2,5 EUR por acción. Se trata de un caso donde han confluído elementos negativos temporales (COVID-19) con otros permanentes. Creemos, no obstante, que la cotización (-70%) ha caído más que el valor (-50%), pero eso también ha sucedido en Indra y Logista, en las que vemos menor riesgo y un potencial parecido.

El valor estimado por nosotros de la cartera ibérica asciende a **187 EUR por participación**, lo que supone un potencial superior al 150% frente a su nivel actual.

Cartera internacional

En el tercer trimestre el valor estimado por nosotros **ha subido desde 219 EUR por participación hasta los 230 EUR**.

Los principales movimientos con impacto en el valor han sido los siguientes: hemos vendido por completo nuestra posición en Gold Fields, Southern Copper y Sprott, y parte de la posición en Agnico, Barrick, Pan American Silver, Hyundai y SOL Spa. Con el importe de la venta de estos negocios hemos invertido en 4 empresas nuevas: SQM, CF Industries, OCl y Suncor; y hemos incrementado nuestra participación principalmente en New Gold, Euronav y Maersk Drilling. Por último, hemos reducido el valor intrínseco de Transocean y Valaris.

Gold Fields es una empresa productora de oro. Compramos nuestra posición a un cambio medio de 6,2 USD por acción. En el tercer trimestre hemos vendido todas las acciones aprovechando la subida de la cotización hasta los casi 15 USD por acción, el nivel en el que situábamos nuestro valor intrínseco.

Souther Copper es una empresa productora de cobre que compramos a un cambio medio de 34 USD por acción. En el trimestre hemos vendido sus acciones tras la subida de su cotización hasta los 48 USD/acción. En este caso, el valor intrínseco lo situamos en 60 USD/acción, y con tan sólo un potencial restante del 25%, preferimos vender para utilizar el dinero en empresas con mayor recorrido, y así crear más valor para el fondo.

Sprott es una gestora de fondos de inversión especializada en materias primas y principalmente en metales preciosos. Compramos sus acciones hace 4 años a un cambio medio de 21 USD/acción. En el trimestre las acciones alcanzaron los 56 USD/acción y vendimos la posición entera, al haberse alcanzado nuestra estimación de su valor intrínseco.

Las acciones de **Barrick Gold, Agnico y Pan American** llegaron a subir en el trimestre un 13%, 34% y 30% respectivamente, alentadas por la subida del precio del oro. En este caso hemos vendido **parcialmente** nuestras posiciones, para financiar la adquisición de negocios con mayor potencial. Los precios objetivos, pese a la revalorización acumulada a la fecha (+125% en Barrick, +86% en Agnico y +139% en Pan American), todavía presentan potenciales de revalorización superiores al 50%, utilizando un precio del oro de 2,000 USD por onza.

El caso de **Hyundai** refleja especialmente bien los efectos no lineales que se producen en bolsa. Compramos la posición hace casi 5 años, y la acción estuvo cayendo cada año hasta marzo de 2020. Cambiamos las acciones preferentes por las normales en enero de este año, ante un comportamiento similar de ambas y la mucho mayor liquidez de las acciones normales. Nuestro cambio medio era de 112 mil Won coreanos. Entre finales de marzo y finales de julio la acción subió un 157%, en tan solo tres meses, hasta 180 mil Won. Vendimos con una revalorización acumulada del 53%, equivalente a una tasa interna de rentabilidad anual del 9,8% en estos casi 5 años. Así, la totalidad de la rentabilidad de la inversión se hizo en 3 meses en un negocio que había permanecido en cartera 54 meses. Dicho de otro modo, en el 6% del tiempo se hizo toda la rentabilidad; esta es la razón por la que siempre hablamos de la importancia de la paciencia, conocedores de que muchas veces su sola mención puede resultar exasperante. Lo importante es comprar por debajo del valor. Para quien hubiera intentado cualquier otra cosa en Hyundai, como esperar "al momento correcto" para comprar, creemos que el resultado habría sido decepcionante; a menos que, tras 51 meses de espera, hubiera decidido que marzo era el momento correcto para entrar (¡cuando nada especial sucedió en ese momento!).

Con el producto de estas ventas hemos invertido en 4 empresas nuevas:

Sociedad Química y Minera es una empresa productora de fertilizantes de especialidad y de litio. Cuenta con un balance saneado, un gran equipo de gestión y hemos adquirido sus acciones a un precio medio inferior a los 30 USD por acción, tras una caída de su cotización del 50% desde los 62 USD por acción a los que cotizó hace tan sólo dos años y medio. Su posición competitiva es muy

sólida y sus mercados finales están en la fase baja del ciclo. Creemos que a 5 años vista será una excelente inversión.

CF industries es un productor de bajo coste de fertilizantes basados en el nitrógeno. Hace escasamente un año sus acciones cotizaban por encima de 50 USD y tras una caída de más del 40% nos detuvimos a analizarla. Cuenta con un buen balance, una sólida gestión, y nuestro cambio medio supone haber pagado menos de 8 veces los beneficios normalizados que estimamos.

OCI es una empresa que produce metanol y fertilizantes basados en nitrógeno. Cuenta con costes muy competitivos, una excelente red logística, y está respaldada por una familia que posee más del 40% del capital y ha demostrado en el pasado que sabe invertir bien. La posición financiera, sin ser a prueba de bomba, es sólida para la parte baja del ciclo en la que estamos, no hay vencimientos importantes de deuda a corto plazo, y una posible venta del negocio de metanol supondría arreglar el balance de golpe. A nuestro precio medio de entrada, prevemos un FCF yield del 14%, atractivo para los riesgos que estimamos.

Suncor es un productor de petróleo y productos refinados basado en Canadá. Su cotización ha caído de 53 USD a 15 USD en tan sólo dos años, a causa de la brusca caída del precio del crudo. Creemos que la solidez de sus operaciones, un balance razonable, y sus muy bajos costes marginales de producción (por debajo de los 30 USD/barril) generarán un beneficio normalizado (con el crudo a 55 USD/barril) por el que apenas pagamos 6 veces a nuestro cambio medio de compra.

En el apartado de incrementos de una posición ya existente, destacamos el incremento sustancial de nuestra posición en acciones de **New Gold**. Es interesante analizar este caso: compramos hace casi 4 años a precios de alrededor de 4 USD por acción. Por culpa de problemas en una de sus minas de oro, la cotización llegó a caer un 90%, hasta los 0,46 USD/acción. En numerosas ocasiones nos hemos referido a New Gold como uno de nuestros errores de inversión ante tan abultada caída. Sin embargo, no vendimos, porque nos parecía que la caída de la cotización fue muy superior a la del valor intrínseco. La llegada de un nuevo consejero delegado con ideas correctas y con determinación nos hizo incrementar la posición de forma significativa muy cerca de los mínimos. Desde esos niveles mínimos, la cotización ha multiplicado por 4 veces en tan sólo 6 meses, y hoy ya podemos decir que ganamos dinero con nuestro cambio medio de 1,8 USD por acción. La acción cotiza por encima de los 2,1USD, y creemos que todavía tiene más de un 60% de potencial a los precios actuales del oro y del cobre, sus principales productos.

El impacto de la venta de valores a precios cercanos a nuestra estimación del valor y la reinversión en las empresas infravaloradas ha supuesto una creación de valor "bruta" de 19,5 EUR por participación.

En el trimestre no todo son buenas noticias desde el punto de vista del valor. Igual que muchas veces acertamos, algunas nos equivocamos. Así, hemos reducido sustancialmente nuestra estimación del valor de **Transocean** y de **Valaris**. En ambos casos el impacto del COVID-19 en la demanda de

petróleo a corto plazo ha provocado un retraso en la recuperación del mercado de plataformas petrolíferas. Debido a los elevados niveles de deuda de ambas compañías, este impacto ha supuesto una reducción muy significativa del valor intrínseco de sus acciones. **El impacto en el valor del fondo asciende a -0,9 EUR por participación en el caso de Valaris y -7,6 EUR por participación en el caso de Transocean.** Esto equivale a haber perdido la cuasi totalidad de la inversión en estas dos empresas. Aunque es evidentemente algo que nos frustra, por desgracia es un elemento consustancial a esta profesión, y muy a pesar nuestro, la probabilidad de seguir cometiendo de forma puntual algunos de estos errores es cercana al 100%. Esta es la mala noticia. La buena noticia es que, si como en el pasado, estos errores son la excepción, podemos seguir creando valor a pesar de ellos, como se ve en la tabla siguiente, que recoge el impacto neto de la creación y destrucción de valor en el trimestre.

Evolución del valor del fondo		en EUR por participación
Ventas a precios cercanos al valor estimado y reinversión en empresas infravaloradas		19,5
Reducciones del valor estimado		-8,5
Impacto neto		11

Algunos clientes nos preguntan, lógicamente, si vemos futuras reducciones del valor estimado en compañías como Petrofac, Tullow Oil o Consol Energy, cuya cotización ha caído mucho desde nuestros niveles de compra. La suma de estas tres posiciones supone actualmente el 4% del fondo internacional, por lo que el impacto en caso de deterioro adicional de sus negocios estaría limitado a esa cantidad. Se mantienen en cartera porque pensamos que la cotización ha caído significativamente más que el valor estimado, y por tanto el binomio rentabilidad-riesgo resulta atractivo a estos niveles.

Más allá de lo que se ve (adiciones y retiros a la cartera), existe algo muy importante que usted no puede apreciar desde fuera: la lista de empresas que estamos mirando, pero respecto a las cuales no hemos tomado aún una decisión. Se puede pensar que estas compañías están en el "banquillo" y podrían saltar al campo en cualquier momento, en una analogía futbolística. El COVID-19 ha provocado desplomes en la cotización de muchas compañías de calidad, y algunas podrían representar oportunidades de inversión interesantes. **En estos momentos nuestro banquillo de compañías potenciales está más nutrido que en cualquier momento desde que lanzamos Azvalor.** Este inventario de empresas, en su mayoría, no pertenece al sector de las materias primas. Se trata de negocios que cumplen las siguientes características:

1. Tienen alguna barrera de entrada, ésta es sostenible, y se generan retornos superiores al coste del capital gracias a ella; existe espacio para seguir invirtiendo los beneficios generados a altas tasas de rentabilidad.
2. Tienen un dueño y una cultura corporativa correcta.
3. Disponen de balances sólidos, y una contabilidad creíble.

4. La razón por la que están baratas es un problema de naturaleza temporal.

Algunas empresas de este banquillo están en fase muy avanzada, y sólo es preciso que su cotización caiga un poco más hasta proporcionarnos el margen de seguridad deseado, y en otras nuestro estudio respecto a los 4 puntos anteriores aún está en curso.

Lo más importante es que la calidad del banquillo permite mantener la disciplina inversora (sobre todo a la hora de vender) y crea una competencia muy sana entre las diferentes alternativas de inversión. La cantidad y calidad del banquillo depende de nuestra productividad en el trabajo (estudiando los negocios) pero también de lo que nos ofrezca el mercado (en forma de precios bajos), y en este sentido la situación actual del COVID está propiciando más alternativas que en ningún momento de los últimos 5 años (quitando momentos puntuales de corta duración, como por ejemplo los pocos días de fuertes caídas tras el anuncio del Brexit).

Novedades de Azvalor

En cuanto a los flujos de entrada y salida en nuestros fondos, hemos tenido en este tercer trimestre de 2020 suscripciones por importe de 22M EUR y reembolsos de 29M EUR, lo que significa unas salidas netas de 7M EUR. Se trata de una cifra reducida (inferior al 1% de los activos totales) y que refleja la confianza de nuestra base de clientes en nuestro proceso de inversión.

Nos despedimos agradeciéndoles de nuevo su confianza y emplazándoles a ponerse en contacto con nosotros si así lo desean a través de los diferentes canales de comunicación o directamente con el equipo de relación con inversores.

Atentamente,

Equipo Azvalor SGIIC

