

Estimado coinversor:

Nuestros fondos Internacional, Blue Chips y Azvalor Managers han seguido subiendo en el segundo trimestre de este año (+12%, +6%, +10% respectivamente). Se trata del quinto trimestre consecutivo de subidas importantes. Nuestro fondo ibérico cayó un 1% aunque sube más de un 11% en el acumulado del primer semestre.

La pregunta (lógica) de muchos inversores es hasta cuándo van a durar las subidas. Sin embargo, proponemos otras preguntas, más alineadas con nuestra filosofía: ¿Siguen baratos los fondos? ¿Cómo de baratos? ¿Hay que vender tras la subida, o es interesante aún este nivel para comprar?

Pese a una revalorización del 132% desde mínimos de nuestro principal fondo (Azvalor Internacional), tal subida no nos parece una señal de venta. La razón es que, desde su lanzamiento hace casi 6 años, sube un 30%, lo que equivale a un 4,5% anual. En nuestra opinión, el fondo vale algo más del doble, y si ese recorrido lo hiciese en 5 años, estaríamos hablando de una tasa total de rentabilidad acumulada desde el lanzamiento (2016-26) del 11%, un nivel inferior a nuestra tasa histórica y que no parece en absoluto descabellado. De hecho, podría suceder que se alcanzase antes. Como referencia, nuestra tasa de rendimiento histórica en torno al 15% anual se alcanzaría si el fondo llega a su precio objetivo en el año 8 desde el lanzamiento, es decir en noviembre de 2024. Si lo hiciese antes, mejoraríamos nuestra tasa histórica. En cualquier caso, cuando la subida reciente se pone en contexto, todo apunta a que es el principio de un movimiento de revalorización más amplio y duradero, si nos atenemos a nuestra historia. Como siempre repetimos, en nuestra opinión tan sólo importan dos variables, el Precio y el Valor: cuánto vale el fondo y a cuánto cotiza. Con unas carteras sustancialmente más baratas que los índices, y un valor estimado por nosotros muy superior al actual, seguimos optimistas respecto a la evolución futura de todos nuestros fondos.

Los flujos de capital netos en el combinado de nuestros vehículos de inversión durante el trimestre siguen mostrando estabilidad. También hemos experimentado un repunte en el número de partícipes durante el trimestre.

Otras novedades relevantes son la puesta en funcionamiento del sistema de "pago directo" en la operativa de contratación de los fondos de Azvalor (tras la entrada en vigor de la nueva normativa bancaria PSD2). Esta innovadora función, permitirá a los inversores agilizar el proceso de inversión, unificando de forma sencilla la orden de suscripción y la transferencia bancaria en la aplicación de contratación online, facilitando el proceso y mejorando la experiencia de usuario (puede ver una demostración de cómo funciona en [este video](#)).

También se ha aprobado reducir el saldo mínimo a mantener de todos nuestros fondos a 500€, adaptándonos de esta forma a las necesidades puntuales que puedan tener nuestros inversores. Esta modificación complementa la ya implantada anteriormente de reducción del importe mínimo de las aportaciones adicionales, que facilita, junto con la posibilidad de realizar aportaciones periódicas, el ahorro recurrente en los fondos (ya contamos con un elevado número de inversores en esta modalidad de aportación regular).

Cartera ibérica

En la cartera ibérica hemos incorporado **Acerinox** y **Línea Directa**, ambas con un peso reducido inferior al 1%.

Acerinox es una vieja conocida nuestra y aprovechamos una debilidad puntual en su cotización para construir una pequeña posición en línea con el potencial que le vemos. **Línea Directa** es una magnífica compañía de seguros con una probada trayectoria tanto en su modelo de negocio como en su equipo gestor. Invertimos a un múltiplo de 13 veces los beneficios que estimamos como sostenibles, algo superior a nuestra norma (menos de 10 veces) pero aquí justificado por la mayor calidad del negocio.

Como ya avanzamos en nuestra carta anterior, hemos empezado a hacer uso de nuestro margen del 10% para comprar empresas no ibéricas. Además de alguna inversión puntual en días de caídas que vendimos tras los rebotes, como estrategia de optimización de la liquidez, hemos invertido de forma permanente en **UPC** y **Yellow Cake**. Se trata de dos vehículos de tenencia física de Uranio que cotizan con prima sobre el NAV a precios spot (32\$/libra) del uranio, pero con un descuento muy abultado si uno usa el precio del uranio necesario para que la industria sea viable (60\$/libra).

Vendimos totalmente la posición en **Applus**, **Cementos Molins**, **Codere**, **Euskaltel** y **Zegona**. En el caso de **Euskaltel** y **Zegona** (cuyo mayor activo es Euskaltel), la OPA de Mas Móvil fue la razón de nuestra venta. **Cementos Molins** es una compañía que claramente vale más, pero con liquidez reducida. Cuando nos ofrecieron un precio en firme por toda nuestra posición optamos por vender, y comprar acciones de Yellow Cake y UPC con algo menos de potencial, pero mucha más liquidez. Las ventas de Applus y Codere representaron menos del 0,7% de la cartera.

A la fecha de publicación de esta carta el valor objetivo asciende a **200,9 EUR por participación que compara su precio actual de alrededor de 95,8 EUR por participación**. La reducción del 1% en el valor frente al trimestre anterior es la suma de pequeños recortes en algún precio objetivo, la mayor liquidez, y el mencionado cambio de Cementos Molins. Creemos que la peor rentabilidad del fondo ibérico frente a los internacionales es algo temporal. Hay varias compañías, como Sonaecom o Elecnor (ambas suman un 11% del fondo), donde la falta de liquidez puede provocar subidas abruptas en cuestión de días; en nuestra opinión valen el doble. Otras, como Tubacex (10% del

fondo), se han visto lastradas por el mal comportamiento del sector energético en bolsa (que vemos temporal pues el precio del crudo sigue fuerte) y los problemas laborales que esperamos se solucionen pronto (fortaleciendo a la compañía para afrontar mejor el futuro).

Los socios de Azvalor han elevado su peso en Azvalor Iberia y ya aglutinan casi el 15% del fondo.

Cartera internacional

En el segundo trimestre las dos principales compras fueron **Range Resources** y **Public Power Corp (PPC)**.

Range Resources es uno de los principales productores de gas en EEUU, con uno de los dominios más extensos en la cuenca de Marcellus, la más importante y con las mejores productividades y costes del país. Es una compañía en que ya fuimos accionistas anteriormente, que hemos vuelto a recomprar a unos 9\$ por acción, ahora con una estrategia más claramente orientada a la creación de valor, un balance más fuerte, y una significativa mejora en los fundamentales del mercado de gas americano. Aunque en poco tiempo acumulamos una rentabilidad de casi el 60%, todavía vemos un potencial importante y sigue en cartera, ya con un peso menor.

PPC es el antiguo monopolio estatal griego de electricidad. En nuestra opinión los activos de generación y distribución que posee están infravalorados por el mercado de forma considerable. Con el actual gobierno vemos que la habitual injerencia de los políticos en estos negocios es un riesgo acotado en este caso, y el equipo de gestión ha demostrado visión en la asignación de capital y mucha disciplina en la gestión de las operaciones. Hemos entrado a un precio inferior a 8 veces nuestra estimación de beneficios normalizada, un nivel muy atractivo para las perspectivas de la compañía.

Estas compras se han financiado principalmente con las ventas totales de nuestra posición en **2020 Bulkers, Genco, Golden Ocean, Hyundai, IOG, Mota y Prosegur**, todas ellas posiciones inferiores a 50 puntos básicos y vendidas con beneficios.

No se han registrado en el trimestre variaciones de valor significativas en nuestras inversiones. **El valor estimado del fondo a la fecha de esta carta se sitúa en los 290 EUR por participación, a comparar con su precio actual en el entorno de 130 EUR por participación.** Así, pese a las fuertes subidas desde los mínimos del COVID (+130% 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 aún atractivo de valoración a cierre del 2T21, nos permiten esperar rentabilidades superiores al mercado en los próximos años.

Azvalor Blue Chips

El valor por participación se sitúa en los 251 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 65% frente a un 50% en Azvalor Internacional).

Azvalor Managers

El fondo subió un +9.8% en el segundo trimestre, dejando la rentabilidad en lo que va de año en un +36,8% (a cierre de junio). No podemos predecir los movimientos de precio a corto plazo, pero manteniendo una perspectiva a largo plazo, sí sabemos que los precios de las compañías en cartera siguen en niveles muy infravalorados; los ratios de valoración del fondo reflejan aproximadamente un 50% de descuento frente al mercado global de acciones (datos de Morningstar). Pocas veces desde el lanzamiento del fondo ha sido este descuento tan amplio, lo que pensamos que nos deja en buena situación para batir al mercado en los próximos años. La cartera cuenta con una exposición del 70-75% a compañías pequeñas y muy pequeñas, con amplia diversificación por industrias y regiones; cada compañía en cartera ha sido cuidadosamente seleccionada por una de las cuatro boutiques de gestión internacionales que componen el fondo.

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,



Equipo Azvalor SGIC