

Estimado coinversor:

Nuestros fondos han seguido subiendo en el tercer trimestre de este año y en el acumulado desde enero. Nuestra cartera contiene acciones aún muy infravaloradas mientras que la mayoría de las acciones en el mercado están caras, en nuestra opinión.

La mejor noticia del trimestre es la subida del VALOR calculado por nosotros, que estimamos en 320 EUR por participación¹ de Azvalor Internacional, por ejemplo, frente a los 150 EUR que marca en la actualidad (de nuevo, un potencial de más del 100%). Esta subida del valor se produce comprando empresas sólidas cuya cotización ha caído y financiando las compras con ventas de negocios que, tras haber subido, ya están cerca de su valor.

Gracias a esta rotación, nuestros fondos, pese a subir casi un 40% en 2021, siguen baratos, y con un ratio precio/valor de 0,5, claramente atractivo comparado con nuestras carteras históricas de los últimos 20 años. Este foco en el precio y valor de las compañías es lo verdaderamente clave, en nuestra opinión, para obtener rentabilidades satisfactorias. Aunque el ruido mediático pueda llevar a pensar que adivinar la inflación o los tipos de interés es algo necesario para invertir bien, nosotros creemos que no. Se puede diagnosticar, simplificando, que en EE.UU. por el COVID ha bajado la producción mientras que la demanda ha subido por las transferencias del Estado, y que esto genera inflación. Si la inflación es o no “permanente”, depende de muchas variables interconectadas y decisiones políticas futuras, por lo que cualquier ecuación aquí tiene amplio margen de error. Dedicar el tiempo a entender por qué una compañía cotiza a la mitad de su valor es un ejercicio más delimitado, por tanto, con menos margen de error, y más rentable. Y esto es lo que nosotros hacemos en Azvalor para proteger y hacer crecer los ahorros de nuestros copartícipes.

En el apartado de novedades, en este trimestre hemos puesto a disposición de nuestros inversores una nueva funcionalidad en la web que facilita la suscripción en los fondos. El proceso de “suscripción 2 en 1” (iniciación de pagos) permite completar en un proceso integrado la instrucción de la orden de compra de las participaciones de los fondos y la instrucción de la transferencia bancaria para su liquidación, mejorando así la experiencia de usuario y simplificando el proceso. Para más información, pueden visitar [este enlace](#).

En cuanto al Canal Azvalor en Telegram (<https://t.me/azvalor>), ya hemos alcanzado los 1.400 usuarios y sigue creciendo de forma consistente.

Cartera ibérica

En el tercer trimestre no hemos incorporado ninguna empresa ibérica nueva a la cartera. Quizás la noticia más importante del trimestre está en la OPA que recibimos sobre las acciones de Zardoya, una compañía con un peso importante en cartera.

Zardoya Otis es una compañía que conocemos desde hace más de 20 años. Es el claro líder en el negocio de fabricación, instalación y mantenimiento de ascensores y escaleras mecánicas en España. Se trata de un negocio de gran calidad, con rentabilidades sobre el capital invertido (ROCE) muy elevadas, protegido por fuertes barreras de entrada, y en el que hemos invertido a lo largo de nuestra trayectoria en numerosas ocasiones (Schindler, Thyssen) con buenos resultados. Históricamente, Zardoya ha cotizado muy cara, a nuestro juicio. Pero en los últimos años, el desfavorable ciclo inmobiliario y económico en España y un fuerte esfuerzo inversor por parte de la compañía en digitalización y fabricación, lastró los resultados y la cotización. A nuestro entender, el impacto en resultados es temporal, por lo que nos parece una clara oportunidad de inversión. El pasado 23 de septiembre la multinacional norteamericana Otis, matriz y dueña del 50% del capital de Zardoya, anunció una OPA a 6,94 €/acción (ajustada por el dividendo recién abonado), un 31% superior a la cotización del día anterior. En nuestra opinión, esta oferta es inferior al valor de la compañía. La propia Otis cotiza a múltiplos superiores a los implícitos en la oferta por Zardoya. Por el momento, seguimos manteniendo el grueso de nuestra inversión.

Como ya avanzamos en nuestra carta anterior, seguimos haciendo uso de nuestro margen del 10% para comprar empresas no ibéricas. Son compañías que están en Azvalor Internacional, y se eligen en función del precio/valor más atractivo en cada momento.

A la fecha de publicación de esta carta **el valor objetivo** de nuestra cartera ibérica **asciende a 195 EUR por participación, que compara con su precio actual de alrededor de 100 EUR por participación.**

La cartera se mantiene muy concentrada, ya que las 10 primeras posiciones suponen casi dos tercios del fondo. Se trata de compañías que conocemos bien y de las que hemos hablado extensamente en cartas anteriores. En concreto, las cinco primeras posiciones (Tubacex, Galp, Elecnor, Técnicas Reunidas y Logista) suponen cerca de un 40% del fondo.

Cartera internacional

En el tercer trimestre no ha habido ninguna compra de empresas nuevas con un peso mayor del 1%.

En el capítulo de ventas, hemos aprovechado las subidas para vender nuestra posición en cinco empresas con revalorizaciones muy interesantes. Son **Major Drilling (+38%)**, **Philip Morris (+21%)**, **Range Resources (+65%)**, **Suncor (+59%)** y **Vertu (+28%)**.

A principios de año compramos **Range Resources** a precios alrededor de 9 \$/acción. Range es uno de los principales productores de gas en EE.UU., basado en la cuenca de Marcellus, la más prolífica y eficiente de Norteamérica. Nuestra tesis es que su cotización descontaba unos precios del gas insosteniblemente bajos a largo plazo. Unos meses después, los precios del gas se han disparado desde los 2,5 US\$ por millón de pies cúbicos a los casi 6 \$ actuales, e igualmente, la cotización de Range ha superado los 24 \$ por acción. Tras ganar más de un 65% de media para los fondos, hemos decidido vender en favor de otras inversiones con mejor binomio potencial/calidad.

Invertimos en **Suncor** hacia finales del verano de 2020, a precios alrededor de 18 C\$ por acción. Suncor es uno de los mayores productores de crudo de Canadá. Produce a partir de arenas bituminosas, con bajos costes de operación y una larga vida de reservas además de ser el líder del país en el negocio de refino y marketing. Nuestro análisis concluía que la cotización estaba descontando precios del crudo insosteniblemente bajos a largo plazo. Recientemente, y tras haber ganado alrededor del 60%, hemos decidido vender por el mismo motivo que en Range Resources.

En el caso de **Philip Morris**, **Major Drilling** y **Vertu**, las tres posiciones de tamaño reducido en el fondo, la venta sirvió para financiar compras de otras empresas cuya cotización había caído en el mismo periodo

Hemos vendido igualmente las acciones de **Cabot Oil & Gas**, **TotalEnergies** y **Galp**. En este caso se trata de compañías con cierto potencial aún, pero menor que el que vemos en otras empresas del mismo sector, en las que hemos aprovechado para incrementar exposición, como **Canadian Natural Resources** o **Bonanza Creek**.

El valor estimado del fondo a la fecha de esta carta se sitúa en los 320 EUR por participación, a comparar con su precio actual en el entorno de 150 EUR por participación. 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, nos permiten esperar rentabilidades muy interesantes en los próximos años.

Azvalor Blue Chips

El valor por participación se sitúa en los 272 EUR, a comparar con el precio actual de 130 EUR por participación (vemos un potencial del 100% también aquí). 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 (41 compañías frente a 70) y está algo más concentrado (el top 15 supone un 63% frente a un 59% en Azvalor Internacional).

Azvalor Managers

Agradecemos a los alrededor de 500 partícipes su confianza en Azvalor Managers, que en noviembre cumple los primeros tres años de vida. El fondo ha seguido subiendo en el tercer trimestre, y la rentabilidad a cierre de septiembre es de +38%. Más allá de la positiva rentabilidad durante este período, lo relevante es la destacada evolución de los negocios y situación financiera de las compañías que hay en la cartera, en línea con las tesis de inversión de los Managers.

Además, en los últimos meses un buen número de compañías han sido objeto de procesos de adquisición (OPA) a precios muy superiores a nuestro coste medio, incluyendo CAI International (+80% desde nuestro coste medio), Domtar Corp. (+171%), Fly Leasing (+37%), Shinsei Bank (+36%) o American National Group (+130%). Esto es una consecuencia lógica de nuestra filosofía de inversión: comprar compañías sólidas que coticen en bolsa a precios significativamente por debajo de su valor. Los ratios de valoración del fondo reflejan más de un 50% de descuento frente al mercado global de acciones, lo que ofrece un buen margen de seguridad para batir al mismo en los próximos años.

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 SGIIC

ⁱ 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 cotizan cada uno de ellos actualmente en los mercados bursátiles.