

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

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