

Estimado coinversor:

En el primer trimestre todos los fondos de Azvalor han tenido un comportamiento excelente. En el caso de Azvalor Internacional, el fondo ha conseguido una rentabilidad acumulada del 31%, que compara con las pérdidas de los principales índices de renta variable y de renta fija del mundo. **Se trata del mayor diferencial frente al mercado en un trimestre en toda nuestra historia (más de veinte años).**

Queremos compartir una vez más con todos nuestros copartícipes la razón de estos resultados, puesto que no responden, en nuestra opinión, ni a un milagro, ni a una toma excesiva de riesgo. Warren Buffett siempre ha repetido que si una cartera es o no conservadora sólo se puede comprobar cuando los mercados caen. Nos alegra haber podido defender a nuestros partícipes siendo refugio ante esas caídas, y aún más, haber generado una rentabilidad media ponderada en todos los fondos de nada menos que un 28,7%¹ en este primer trimestre.

La explicación, una vez más, es haber sembrado correctamente, invirtiendo en buenas empresas a precios atractivos **cuando el mercado se equivocaba al ignorarlas**. Los equipos de Londres y Madrid dedicamos un gran esfuerzo a asegurarnos, empresa por empresa, de que cada inversión resulta atractiva en relación al precio que pagamos por ella.

Respecto al futuro, insistimos en que para saber cuánto vamos a ganar hay que buscar en el nivel de partida de las valoraciones. Cuanto más bajos sean los precios respecto al valor (intrínseco) de un activo, mayor rentabilidad futura y viceversa. El ratio más importante para nosotros, el que resume buena parte de la gestión que hacemos en Azvalor, es por tanto el cociente entre el Valor Liquidativo (que podemos consultar en la web cada día), y el Valor Objetivo calculado por nosotros.

Como podrán apreciar a continuación, tenemos aún por delante un potencial muy interesante en todas las carteras que gestionamos.

Azvalor Iberia

El fondo ha tenido un crecimiento del +11% durante este trimestre, frente a la caída (-0,3%) de su índice de referencia en el mismo período.

¹ Fuente VDOS Stochastics

A la fecha de cierre de esta carta **su valor objetivo asciende a 209 EUR² por participación, que compara con su precio actual de 116 EUR³.**

La cartera se mantiene concentrada en compañías que conocemos bien y de las que hemos hablado extensamente en cartas anteriores; en concreto, las cinco primeras posiciones (Tubacex, Elecnor, Técnicas Reunidas, Prosegur Cash y Logista) suponen una parte sustancial de la cartera.

En este trimestre se han incorporado algunas compañías nuevas como Atresmedia y Catalana Occidente, e incrementado la exposición a Logista, Técnicas Reunidas y Línea Directa Aseguradora.

Por otro lado, se han vendido totalmente algunas posiciones como es el caso de Zardoya Otis (ha recibido una OPA por parte de su matriz y principal inversor), y se ha reducido nuestra presencia en otras, como Galp Energía y Altri SGPS.

Azvalor Internacional

Tal y como hemos señalado al inicio de esta carta, Azvalor Internacional ha tenido un desempeño extraordinario durante el trimestre, con un crecimiento del 30,8% frente a las caídas del -6,5% del Euro Stoxx 600, y del -4,9% del S&P500 americano.

Quisiéramos destacar el importante recorrido que creemos aún le queda, dado que **su valor objetivo asciende a 365 EUR² por participación, frente a un precio actual de 207 EUR³.**

Las nuevas incorporaciones del trimestre han sido, principalmente: Ferrexpo, lamgold y Central Puerto entre otras. Igualmente, se han vendido totalmente Tenaris, Chesapeake Energy e International Seaways entre otras.

Se ha aumentado la exposición a Suzano, Agnico Eagle Mines y Aurizon Holdings entre otras y se ha reducido en Civitas Resources, Teck Resources y Kinross Gold entre otras.

Las principales posiciones a cierre del periodo son Arch Resources, Consol Energy, Barrick Gold y Whitehaven Coal.

² El valor objetivo que se indica en el documento se ha obtenido como resultado de la diferencia entre el valor objetivo 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

³ A 5 de mayo de 2022

Azvalor Blue Chips

La cartera de este fondo parte de la cartera de Azvalor Internacional y sigue la misma filosofía *value* (como todos los fondos de Azvalor). La diferencia es que está formada por valores más grandes (20 mil millones de euros de capitalización media ponderada), tiene menos empresas (46 compañías frente a 58) y está algo menos concentrada (el top 15 supone un 58% frente a un 59% en Azvalor Internacional).

El comportamiento del fondo durante el trimestre ha sido también excelente, creciendo un 26% frente a las ya mencionadas caídas de sus índices de referencia.

En cuanto a la evolución de sus inversiones, mantienen una lógica similitud con las de Azvalor Internacional, si bien destacamos algunas nuevas incorporaciones como Grifols y Bayer.

Se ha incrementado la exposición de Aurizon Holdings, Agnico Eagle y Fresnillo entre otras, y se ha reducido la misma en Tenaris, Teck Resources y Total Energies entre otras.

Al igual que en el caso anterior, el fondo sigue manteniendo un elevado potencial de revalorización, dado que **el valor objetivo de su participación, a la fecha de emisión de esta carta, es de 292 EUR por participación, frente a su precio actual de 176 EUR⁴.**

Azvalor Managers

El objetivo de este fondo es encontrar las mejores oportunidades de inversión en acciones a nivel global, a través de los gestores delegados del fondo sobre quienes ya hemos hablado en anteriores cartas. La selección de estos Managers externos la realiza el equipo de inversiones de Azvalor Asset Management, aplicando un exhaustivo análisis cualitativo y buscando aquellos que cumplan con unos estrictos requisitos. Los mismos cuatro Managers se mantienen desde el origen del fondo.

El comportamiento trimestral del fondo también ha sido muy positivo, con un crecimiento del 8,9%.

Los ratios de valoración del fondo siguen reflejando más de un 50% de descuento frente al mercado global de acciones. En este sentido, según datos de Morningstar a cierre de marzo 2022, **Azvalor Managers cotiza a 8 veces beneficios (frente a su índice, MSCI ACWI NR, que cotiza a 17 veces) y 0,9 veces valor en libros (índice a 2,5 veces).** Por lo tanto, consideramos que

⁴ A 5 de mayo de 2022

las recientes subidas son sólo una recuperación parcial de lo que los Managers estiman que es su valor justo y creemos que su recorrido sigue siendo aún muy importante.

Azvalor Global Value (Fondo de Pensiones)

Por primera vez damos entrada a este fondo en la carta trimestral. Las razones de hacerlo son varias: ha aumentado de manera muy considerable el número de partícipes (ya somos más de 2.200), como también lo ha hecho el volumen de activos bajo gestión (por encima de los 125M€). Por volumen de activos es uno de los escasos fondos de pensiones de gestoras independientes que supera el umbral de los 100M€, a pesar de tener sólo 6 años de vida.

En cuanto a la cartera, es una combinación de las compañías presentes en los fondos Azvalor Iberia y Azvalor Internacional. Su menor tamaño respecto a Azvalor Internacional le atribuye una mayor flexibilidad lo cual es una ventaja. En el primer trimestre el fondo ha obtenido una rentabilidad del 29%.

Destaca la buena contribución de Arch Resources y National Oilwell Varco y la entrada en DHT Holdings, y Suzano entre otras.

A pesar del buen comportamiento en los últimos 18 meses (subida de más de un 150%) el fondo sigue manteniendo un elevado potencial de revalorización, dado que **el valor objetivo de su participación, a la fecha de emisión de esta carta, es de 311 EUR⁵ por participación, frente a su precio actual de 173 EUR⁶.**

Consideraciones finales

Quisiéramos finalizar esta carta destacando que **desde los mínimos del Covid hace tan solo dos años, nuestro fondo principal ha multiplicado ya por más de 3,5 veces** y sigue manteniendo un atractivo potencial respecto a sus precios actuales, como está quedando patente tras los buenos resultados publicados por las compañías en cartera, correspondientes al primer trimestre del año.

También es de reseñar que la mayoría de los copartícipes que empezaron con nosotros en noviembre de 2015, cuando se fundó Azvalor, ya doblan su dinero.

⁵ El valor objetivo que se indica en el documento se ha obtenido como resultado de la diferencia entre el valor objetivo 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.

⁶ A 5 de mayo de 2022

Cumplir las expectativas en estos años nos lleva a mirar el futuro con optimismo **pero queremos finalizar con una nota de prudencia y otra de humildad, más necesarias que nunca cuando las cosas van bien.**

Prudencia que nos lleva a vender las empresas cuando suben, como disciplina básica que llevamos ejecutando desde hace ya más de 20 años. **Y humildad** ante el nuevo paradigma en que los activos de renta fija, teóricamente los más seguros que existen, no han podido proteger el poder adquisitivo del ahorrador; y ¡tampoco lo han protegido las empresas más “de moda” (Amazon, Netflix, etc.), que acumulan fortísimas caídas en el último año!

Esto nos lleva a huir de pensar que, por haber acertado en las inversiones del pasado, el futuro será sencillo. Como dice Charlie Munger, nadie puede pensar que invertir es sencillo. Por eso seguiremos trabajando en el mismo proceso que desde hace 20 años nos ha funcionado. Tenemos una lista atractiva de empresas esperando entrar en cartera cuando sus precios se pongan a tiro.

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