

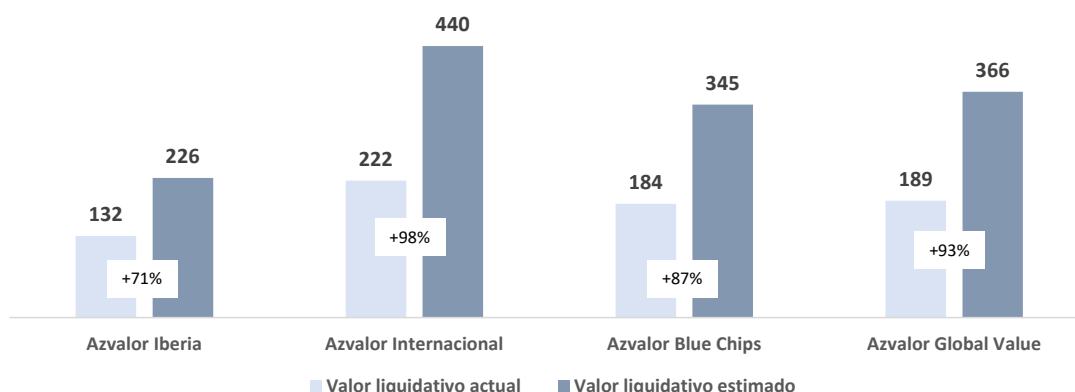
Estimado coinversor:

En el primer semestre del año, Azvalor ha obtenido una rentabilidad positiva en sus fondos Azvalor Iberia (+9,4%) y Azvalor Managers (+7,2%) y un rendimiento plano en Azvalor Internacional, Azvalor Blue Chips, y en el plan de pensiones Azvalor Global Value.

Insistimos como siempre en **la necesidad de considerar periodos largos de tiempo para evaluar la rentabilidad del partícipe**, porque intentar “cazar las modas” de los productos alcistas en el último trimestre/semestre en general nunca produce buenos resultados para el inversor a largo plazo. Esto es especialmente relevante en el momento actual, como explicaremos a continuación.

Desde sus respectivos lanzamientos hace ya casi 8 años, y a cierre del semestre, las rentabilidades acumuladas en nuestros fondos son del +27% en Azvalor Iberia, +113% en Azvalor Internacional, +76% en Azvalor Blue Chips, +41% en Azvalor Managers y +82% en Azvalor Global Value, nuestro plan de pensiones. ¿Qué podemos esperar en el futuro?

La rentabilidad de los próximos cinco años no depende de acertar la evolución de cada titular que aterriza en nuestras manos a diario. **Depende, sencillamente, del punto de partida de las valoraciones:** si éstas son caras, la rentabilidad futura será mala (¡aunque las economías vayan bien!), y si partimos de valoraciones atractivas, ganaremos dinero en los próximos años. En Azvalor tenemos un indicador que mide esto: la relación entre el precio del fondo hoy¹ y el valor de cada compañía calculado por nosotros². **A la fecha de hoy este ratio augura rentabilidades atractivas** para todos nuestros copartícipes, como puede apreciarse en el gráfico siguiente.



¹ Los valores liquidativos actuales que se detallan en el documento son a fecha de 21 de julio de 2023

² Los valores estimados que se indican a lo largo del 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.

Y no creemos que sea el caso del resto del mercado. Así, los principales índices de renta variable han obtenido resultados positivos en el periodo, con el índice más representativo, el S&P500 americano, registrando una subida de casi un 16%. Sin embargo, esta alza es “engañosa” pues sólo 10 compañías han generado el 82% de la rentabilidad total del índice, mientras que las 490 restantes han registrado subidas que apenas alcanzan el 3% y, aún así, tampoco creemos que estén todavía lo suficientemente baratas.

Estamos de nuevo cerca de los extremos de valoración de las compañías tecnológicas, como se observa en el siguiente gráfico.

Chart 2: Monopolistic Tech back at highs vs Small Cap

Nasdaq 100 vs Russell 2000



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg

BofA GLOBAL RESEARCH

Volvemos por tanto al punto donde estábamos hace dos años. Un mercado “caro” y Azvalor con carteras “baratas”. El año pasado el mercado cayó cerca de un -20% y Azvalor, de media, subió más de un 40%, precisamente porque las carteras estaban mucho más baratas que los índices. Hoy volvemos a una situación parecida (no exactamente igual) a la del cierre del primer semestre de 2022.

Podemos ilustrar esto con un ejemplo de nuestro proceso. En este semestre, cinco compañías de la cartera han subido entre un 50% y un 60%, mientras que otras han tenido recortes notables en sus cotizaciones, a pesar de que sus negocios han dado claras señales de mejora y sus fundamentales son cada vez más fuertes.

Nuestro proceso aprovecha, de forma disciplinada, y tras un profundo análisis de cada compañía, esas oportunidades que nos ofrece el mercado. Por ello se vendieron los títulos de Tenaris —fabricante líder mundial de tubos de acero— en el entorno de 17€ por acción a lo largo

del año pasado. Con la liquidez de dicha venta compramos JC Decaux – compañía líder en publicidad exterior —a unos 11€ por acción—. Durante este primer semestre, JC Decaux ha subido hasta 22€ por acción, y decidimos vender... para volver a invertir en Tenaris por debajo de 12€, tras un 30% de caída frente a nuestras últimas ventas.

El éxito de este proceso de inversión se sustenta básicamente en dos pilares:

- Una valoración rigurosa de cada empresa en cartera (“valorar bien”)
- La disciplina a la hora de comprar y vender, evitando el “ruido de mercado”.

Los resultados demuestran que en Azvalor sabemos valorar. Y, como dijimos en la pasada conferencia, no se trata de una cualidad mágica de unos gestores “estrella”, sino de un proceso que ya ha trascendido a todos los niveles del equipo de análisis. “Valorar bien” es un trabajo en equipo, y esto se destila con claridad en las empresas de *private equity*, cuyo proceso inversor desde siempre tratamos de imitar por su rigor y excelencia.

En cuanto a la disciplina de compra/venta, son nuestros gestores quienes la custodian, con una experiencia combinada de más de 50 años ejerciéndola, pero en un proceso que cuenta con pesos y contrapesos, tanto para la inclusión de una empresa en el fondo como para su peso en el mismo.

Azvalor Iberia

El valor liquidativo de Azvalor Iberia ha aumentado un +9,4% en el semestre, hasta los 127 EUR. En este mismo periodo, su índice de referencia ha crecido un 16,8%.

A la fecha de cierre de esta carta semestral, el valor estimado de Azvalor Iberia asciende a 226 EUR por participación, frente a un valor liquidativo actual de 132 EUR.

En este semestre no ha habido ventas significativas en esta cartera y lo más importante es el aumento de exposición a Línea Directa y Catalana Occidente.

Las principales posiciones a cierre del periodo son: Tubacex, Técnicas Reunidas, Prosegur Cash, Mota Engil, Elecnor y Grifols. De todas ellas el mayor peso corresponde a Tubacex, donde el equipo de gestión ha logrado hitos recientes importantes que auguran muy buenos resultados para los próximos 3-4 años.

Azvalor Internacional

En este primer semestre, Azvalor Internacional ha retrocedido un -0,3% hasta los 213 EUR. En este mismo periodo, su índice de referencia ha aumentado un +11,1%.

El valor estimado del fondo a cierre de semestre se sitúa en 440 EUR por participación, frente a su precio de 222 EUR.

Las principales posiciones son National Oilwell, Barrick Gold, Arch Resources y Noble.

Azvalor Blue Chips

Azvalor Blue Chips ha aumentado un +0,8% en el semestre. El índice de referencia ha aumentado un +12,6%.

El precio estimado del Azvalor Blue Chips es de 345 EUR, frente al valor liquidativo actual del fondo de 184 EUR.

Las principales posiciones a cierre del periodo son: Prairiesky Royalty, Barrick Gold, Nov y Noble.

Azvalor Managers

La rentabilidad de Azvalor Managers fue de +7,2% en el primer semestre, lo que supone una rentabilidad desde inicio de +41%. El fondo cuenta ya con más de mil inversores, y con un volumen total gestionado superior a 60 millones de euros. La principal novedad es la reciente incorporación de dos nuevos Managers, **3G Capital y SouthernSun Asset Management**, que han sido seleccionados por el equipo de inversiones de Azvalor entre cientos de gestores analizados en los últimos años. Ambas firmas son boutiques de gestión independientes que han aplicado un sólido proceso de inversión "con éxito" durante décadas, con rentabilidades anualizadas de doble dígito y batiendo a sus índices por un margen significativo. Creemos que aportarán mucho valor al fondo y contribuirán a generar buenas rentabilidades en los próximos años. Estas incorporaciones, junto con la salida de Mittleman Investment Management (firma con la que hemos cesado la relación de subdelegación), deja en cinco el número de Managers en los que este fondo delega la gestión.

Por otro lado, la tendencia de los últimos años en cuanto a compañías en cartera que reciben ofertas de compra por parte de un tercero ha continuado durante el pasado semestre, con opas recibidas en PDC Energy (a un precio ofrecido que supone un +132% desde nuestro coste medio) y Copper Mountain Mining (+75% desde nuestro coste medio). A nivel agregado, la cartera cotiza actualmente a una valoración de 4,15 veces beneficios y 0,87 valor en libros (fuente: Morningstar a 30 junio 2023), un nivel muy atractivo que ofrece un alto margen de seguridad y un elevado potencial de rentabilidad para los próximos años.

Azvalor Global Value (Fondo de Pensiones)

Como hemos comentado en cartas anteriores, Azvalor Global Value es uno de los escasos fondos de pensiones de gestoras independientes que supera el umbral de los 150 millones (176 millones a cierre del semestre), contando adicionalmente con más de 3.300 partícipes, creciendo en más de 420 nuevos inversores durante este periodo.

La cartera combina compañías presentes en Azvalor Iberia y Azvalor Internacional, obteniendo, en la primera mitad del año, una rentabilidad del +0,3%. El índice de referencia ha cerrado el periodo con una rentabilidad del +12%.

El fondo sigue manteniendo un elevado potencial, ya que el valor estimado de su participación, es de 366 EUR por participación, frente a su precio actual de 189 EUR.

Novedades en Azvalor

Durante el primer semestre del año el equipo de gestión/análisis de Azvalor, y varios de sus fondos de inversión y de pensiones, han recibido diferentes reconocimientos:

Premios Expansión-Allfunds:

- Mejor Gestora Nacional Independiente.
- Mejor Fondo de Renta Variable Global: Azvalor Internacional.
- Mejor Plan de Pensiones de RV Global: Azvalor Global Value FP.
- Mejor Fondo de Renta Variable Española: Azvalor Iberia.

Premios elEconomista:

- Mejor Fondo de Bolsa Española: Azvalor Iberia.
- Mejor Fondo de Gestión Activa: Azvalor Internacional.
- Mejor Plan de Pensiones de RV: Azvalor Global Value.

Premios Rankia:

- Mejor Fondo de Renta Variable: Azvalor Internacional.

Hedgweek European Awards 2023:

- Mejor Fondo Hedge de Renta Variable <500M: Azvalor ULTRA.

Adicionalmente, y en cuanto al reconocimiento al equipo de gestión, Álvaro Guzmán de Lázaro y Fernando Bernad (codirectores de inversión) han sido elegidos mejores gestores de Renta Variable Global en los Citywire Managers Awards de 2023.

Estos premios nos llenan de satisfacción **pero no queremos engañarnos: no se podrían lograr sin la paciencia de nuestros coinversores. A todos ellos, nuestro profundo agradecimiento.**

Queremos destacar también que, durante este semestre, hemos puesto en marcha el primer Plan de Empleo de Promoción Conjunta de Azvalor, que empezará realizar inversiones a lo largo de la segunda mitad del año.

Cerramos el primer semestre con entradas netas cercanas a los +130 millones EUR. Más de 2.700 nuevos copartícipes se han unido a Azvalor en este periodo, sumando un total cercano a los 23.000. Desde aquí, queremos dar la bienvenida a todos ellos y agradecerles que compartan nuestra visión de la inversión a largo plazo, un requisito que consideramos indispensable para lograr buenas rentabilidades.

Consideraciones finales

Durante el pasado ejercicio, el mercado nos permitió cosechar “de golpe” el fruto de lo invertido en los años anteriores. A veces el mercado reconoce el valor en días, a veces en meses, y a veces en años. Pero siempre lo acaba reconociendo

En este inicio de año, el mercado nos ha vuelto a brindar la oportunidad de crear valor —como siempre— nadando a contracorriente: olvidando la subida vertical del NASDAQ y la concentración de la rentabilidad en unas pocas firmas, y buscando en aquellas empresas buenas que hoy no están de moda. En definitiva: con el mismo proceso, con el mismo foco y con la misma intensidad de siempre.

Por lo tanto, esperamos seguir manteniendo también los mismos buenos resultados de siempre. Los cosechados en los últimos veinte años son cercanos al 15% anual y suponen haber multiplicado por 13 el capital inicial. La relación precio/valor actual, nuestro indicador clave para ver lo que nos espera, indica retornos no muy lejanos a esa cifra histórica lograda.

Nos despedimos, agradeciéndoles de nuevo su confianza y emplazándoles a ponerse en contacto con nuestro equipo de Relación con Inversores en caso de que quieran información adicional sobre alguno de los temas comentados, o cualquier otro de su interés.

Atentamente,

Equipo Azvalor Asset Management SGIC

