Azvalor.

20 de febrero de 2025

CARTA SEMESTRAL 2S2024

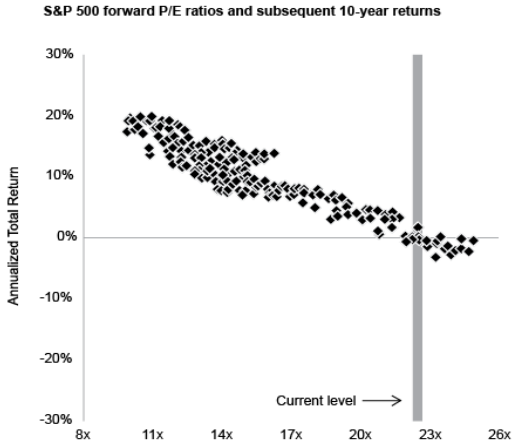
Estimado coinversor:

El año 2024 ha sido un año de siembra. Tras las cosechas de 2021 a 2023 (+122% en Azvalor Internacional, +71% en Managers, o +64% en Iberia), volvemos a sembrar en 2024 las rentabilidades que recogeremos en el futuro.

Cerramos el ejercicio 2024 con un volumen total de activos bajo gestión de 2.920 millones EUR y entradas netas superiores a los 75 millones EUR, siendo la gestora value con mayor crecimiento en esta línea (ver noticia). Más de 2.500 nuevos copartícipes se han unido a Azvalor en este periodo, sumando un total superior a los 27.000.

El **contexto macroeconómico** está ya muy analizado y ahí somos capaces de aportar poco. Como siempre, nos centramos en construir una cartera para cualquier escenario más que en predecir el escenario futuro concreto (algo en lo que nadie acierta de forma consistente). Nos da miedo, sobre todo, la deuda soberana (en Occidente). En Estados Unidos nunca ha habido tanto déficit presupuestario en la historia con un paro tan bajo. Si sube el paro, ¿hasta dónde llegará el déficit? Por ello, no creemos que tener bonos como inversión a largo plazo sea una estrategia acertada a día de hoy.

Sin embargo, en las **oportunidades de inversión** que el mercado nos presenta es donde sí nos consideramos expertos tras casi 30 años invirtiendo. El actual menú es atractivo y augura un potencial interesante para nuestros fondos, al contrario de lo que esperamos para los índices. Por ejemplo, a cierre de año nos encontramos a los principales índices americanos cotizando a múltiplos elevados de beneficios que son igualmente elevados. Si caen algo los beneficios y los múltiplos se contraen un poco, podemos fácilmente asistir a caídas del 20-30% en las bolsas, y ni siquiera entonces estarían infravaloradas con claridad. Históricamente, las valoraciones de partida más altas han conllevado de forma sistemática rendimientos más bajos a futuro, y viceversa (ver gráfico[1]).



[1] Fuente: All charts) IBES, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Los puntos representan datos mensuales desde 1988, el año más antiguo disponible. Datos a 31 enero 2025.

En Azvalor invertimos a contracorriente de las grandes modas y narrativas: nuestras carteras no se parecen en nada a los índices, y puede pasar (como ya sucedió en 2022) que se comporten bien incluso en caídas de mercado. De hecho, y aunque pueda ser anecdótico, desde principio de este año 2025 nuestras carteras se comportan mejor en los días en que los índices caen.

Nuestras carteras

Nuestras carteras hoy, como siempre, están formadas por negocios buenos que podemos entender (esto para nosotros consiste en prever su evolución de aquí a 10 años), gestionados por gente que considera al accionista la prioridad y, sobre todo, comprados a precios atractivos gracias a situaciones de pesimismo pasajero del mercado. Cómo se encuentran esas oportunidades, y cómo se sabe si los problemas son pasajeros… es la "fórmula de nuestra Coca-Cola", lo que llamamos **el método Azvalor**, que es **la suma de una filosofía de inversión y una cultura de empresa** basadas en la formación de equipos de inversión, el trabajo duro, la excelencia y la meritocracia.

En el año 2024 las carteras de los fondos de Azvalor han tenido tímidas subidas, mientras que la creación de valor ha sido notable. Se crea valor de varias formas: por los negocios que incrementan sus beneficios, y por la rotación del capital, vendiendo las compañías que han subido y comprando otras que han caído en precio sin justificación. El resultado: una subida del potencial de los fondos. Veamos el detalle.

Azvalor Iberia

El valor liquidativo de Azvalor Iberia ha aumentado un +3,4% en el 2024 hasta los 149,1 EUR y acumula una rentabilidad del +49% desde su lanzamiento hasta el final del año, y del +60% a la fecha de cierre de esta carta.

La cartera está concentrada en unas pocas compañías (el top 10 pesa cerca de dos tercios del total) que conocemos muy bien, casi todas ellas compañías que seguimos desde hace décadas desde muy cerca y, por tanto, de las que estamos aún más seguros de la posición competitiva, calidad de la gestión y valoración.

La rentabilidad del fondo de los últimos años ha estado por debajo de nuestra trayectoria histórica. Algunas de nuestras compañías han tenido "viento" de cara, pero esto está cambiando y el mercado ha comenzado a reconocerlo.

Un buen ejemplo es Tubacex. Invertimos hace casi 8 años, atraídos por el cambio sustancial de modelo, liderado por Jesús Esmoris hacia productos de mayor valor añadido, y un precio de compra atractivo en bolsa. El COVID y el viento de cara llevaron a la compañía a caer desde los 3,5

EUR/acción a principios de 2018 hasta los niveles de 1 EUR/acción en marzo de 2020, lo que aprovechamos para incrementar sustancialmente la posición en cartera. Hoy es nuestra primera posición, y el mercado ha empezado a reconocer su valor con una subida del +40% sólo en los últimos 6 meses. Sin embargo, creemos que aún queda mucho recorrido, puesto que el viento en el sector ahora es de cola, y la compañía ha mejorado muchísimo en estos 8 años. Nuestro precio objetivo está muy por encima aún de la cotización, y esto sin incluir la creación de valor que este equipo gestor podría lograr con adquisiciones.

Otro ejemplo es Prosegur Cash, donde la mayor parte de los beneficios están en Brasil y Argentina, que, tras sufrir varios años, ahora deberían tener viento de cola.

Estamos, por tanto, muy convencidos de que la evolución de la cartera será positiva y que "responderá" a su potencial, que calculamos en un +80%.[2]

Azvalor Internacional

En el ejercicio 2024, el valor liquidativo del Azvalor Internacional se ha mantenido plano en los 235 EUR y acumula una rentabilidad del +135% hasta el final del año, y del +143% a la fecha de cierre de esta carta.

Como hemos comentado, tras unos años de rentabilidad récord en el 2021 y 2022, el 2024 ha sido pobre en resultados y, sin embargo, muy rico en "siembra". Hoy la cartera internacional vuelve a tener un atractivo claramente por encima del habitual.

Tenemos varios líderes mundiales cotizando a valoraciones impropias de compañías con semejante calidad y posición competitiva, y lo están por razones coyunturales. Y otros tantos líderes regionales en las mismas circunstancias. Tenemos compañías con activos imprescindibles, otros imposibles de replicar aunque fuera con capital ilimitado, y otros privilegiados, por ser los productores de menor coste entre los de su clase. Todos ellos están cotizando a precios atractivos por el pesimismo sobre su evolución a corto plazo. En su gran mayoría son compañías con balances sólidos, preparadas para cualquier contexto macroeconómico o sectorial, solo salvando algunas excepciones puntuales que, en conjunto, tienen un peso muy limitado, y que son excepciones seleccionadas por razón de su especial atractivo. También en su inmensa mayoría son compañías en que el accionista es la prioridad, algo que cada vez encontramos más escaso. En casi todas ellas contamos o con un accionista de control que se juega su patrimonio con nosotros y se cuida de crear valor, o bien vemos correcta la combinación de incentivos, la toma de

[2] Los potenciales de revalorización 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.

decisiones de asignación de capital y la retribución al accionista (inversiones, dividendos, recompra de acciones).

Nuestra experiencia de muchos años aplicando nuestro proceso de inversión demuestra que, de forma agregada, las valoraciones que hacemos de las compañías no solo son aproximadamente correctas, sino que son, de hecho, conservadoras: sus cotizaciones, por norma general, suelen superar nuestra valoración en un plazo de tiempo razonable.

Por eso podemos decir con convicción que el valor de nuestra cartera es ligeramente superior al doble del valor liquidativo (+105% de potencial). Si el pasado es prólogo, con este potencial deberíamos alcanzar rentabilidades anualizadas de dos dígitos en los próximos años.

Azvalor Blue Chips

El valor liquidativo de Azvalor Blue Chips se ha reducido un -2,2% en el 2024, si bien acumula una rentabilidad positiva del +89% desde su lanzamiento hasta final de año, y del +92% hasta la fecha de cierre de esta carta.

Azvalor Blue Chips ofrece la particularidad de invertir al menos el 75% de su exposición a renta variable en compañías con una capitalización superior a 3.000 millones EUR. No obstante, actualmente el fondo tiene unos 70 millones de euros bajo gestión y, por tanto, todavía cuenta con las virtudes importantes de una cartera pequeña. Estas son, en primer lugar, la capacidad de concentración (está más concentrada que la de Azvalor Internacional). En segundo lugar, la posibilidad de incluir algunas compañías pequeñas con un peso relevante (puede aprovechar un mayor número de oportunidades), que en conjunto pesan aproximadamente un 25%. Finalmente, y como tercera virtud, la "agilidad" para aprovechar mejor la volatilidad del mercado, pudiendo variar más rápidamente el peso de las diferentes compañías en función sus movimientos a corto plazo.

En este último ejercicio hemos sido especialmente capaces de aprovechar estas virtudes para crear valor, y ahora mismo es la que más potencial ofrece, que calculamos cercano al +115%.

Azvalor Managers

La rentabilidad de Azvalor Managers en 2024 fue de un +12,9%, y desde su inicio hace algo más de seis años, y hasta la fecha de cierre de esta carta ha generado un +78% para los partícipes, en línea con el objetivo del fondo a largo plazo. Esto se ha conseguido en un entorno en el que las compañías grandes estilo "growth" han batido a las pequeñas de estilo "value" de forma muy significativa, por casi un 10% anual durante este período. Nuestra cartera cotiza hoy a 9,6 veces beneficios, lo que supone más de un 50% de descuento frente al mercado global de acciones, y un 70% de descuento respecto al índice Nasdaq (datos Morningstar).

La cartera cuenta con una exposición significativa (76%) a compañías pequeñas y medianas, con un solapamiento frente a los índices casi inexistente. Hemos seguido recibiendo ofertas de compra por nuestras compañías, con seis compañías en cartera opadas en 2024, y una en las primeras semanas de 2025.

Durante 2024 el equipo de Azvalor añadió dos nuevos Managers al fondo, que pensamos que son excepcionales y que complementan a los ya existentes, mejorando el binomio rentabilidad-riesgo a largo plazo. El fondo cuenta con más de 120 millones EUR bajo gestión y más de 1.600 inversores.

Azvalor Global Value (Fondo de Pensiones)

Azvalor Global Value es uno de los pocos fondos de pensiones de gestoras independientes que supera ampliamente el umbral de los 150 millones EUR (197 millones a cierre de 2024), contando con más de 4.200 partícipes, creciendo en más de 300 nuevos inversores durante el año 2024.

Azvalor Global Value, con una rentabilidad media anualizada del +18,5%, cierra enero de 2025 como el fondo con mejor rentabilidad a 5 años entre los 960 fondos de pensiones que hay en España (datos Morningstar).

La cartera combina compañías presentes en Azvalor Iberia y Azvalor Internacional, obteniendo una rentabilidad durante el ejercicio del -2,34% y acumulando un +93% desde el lanzamiento. El fondo sigue manteniendo un elevado potencial, cercano al +115%.

Novedades en Azvalor

Este año cumplimos nuestro décimo aniversario. Agradecemos a todos los coinversores que nos han acompañado en todo o parte de este tiempo y a los que, habiéndolo hecho, nos han dejado —esperamos que con la misión cumplida de haberles entregado la rentabilidad esperada—.

Como novedades corporativas, señalamos la obtención del certificado de calidad ISO27001 (sistemas de gestión de seguridad de la información, ciberseguridad y protección de la privacidad). Esta certificación confirma la calidad de procesos críticos para el buen funcionamiento de la firma.

En el campo del patrocinio y mecenazgo, nos complace comunicarles que Azvalor se ha incorporado como benefactor del Teatro Real, considerado como la máxima institución de las artes escénicas y musicales de España. En esa misma línea, Azvalor se ha unido a la Fundación Amigos del Museo del Prado, institución con más de 40 años de actividad centrada en el apoyo a la principal pinacoteca nacional, estrechamente vinculada a la historia de España .

Además, Azvalor ha firmado un convenio con la Universidad Pontificia Comillas para el mecenazgo del Comillas Alumni Chartered Financial Analyst (CFA) Club y el acuerdo de colaboración con

España Rumbo al Sur, programa pionero con 20 años de trayectoria en la formación de jóvenes a través de viajes y experiencias prácticas, con el propósito de fomentar valores como el esfuerzo, la búsqueda de la excelencia, el compromiso con el entorno, el emprendimiento y la visión a largo plazo.

Destacamos de forma especial, como siempre, Davalor, nuestro proyecto en colaboración con África Directo que centra nuestro compromiso con la ayuda a los más necesitados. En 2024 hemos aportado más de 600.000 EUR a proyectos gestionados por Davalor/África Directo — sumando ya más de 4 millones EUR desde que iniciamos esta bonita andadura—, proyectos como la construcción y acondicionamiento de escuelas, la renovación de infraestructuras en hospitales y dormitorios, la construcción de instalaciones solares, la compra de material educativo para colegios y la financiación de tratamientos médicos. Miles de personas, junto a sus familias y comunidades, se han visto beneficiadas gracias a la labor social de Davalor. A todos aquellos que han participado en estas iniciativas y al equipo de África Directo, nuestro más profundo agradecimiento.

Consideraciones finales

En un mundo que premia la inmediatez, la inversión a largo plazo "cuesta". Sin embargo, nuestros coparticipes han comprobado que ese esfuerzo merece la pena. Ya saben que los fondos que han batido a sus índices a largo plazo han generado su exceso de rentabilidad en un 5% del tiempo. Es decir, en este periodo de 10 años (120 meses) los momentos "de fiesta" son sólo 6 meses. Tratar de adivinarlos es inútil, por lo que nuestra recomendación es "invertir lo que no se necesite a corto plazo y olvidarse". Quienes han hecho esto han multiplicado por 2,5 veces el dinero en estos casi diez años.

Con humildad pero con alegría, compartimos la noticia de que Azvalor ha sido la única gestora española en lograr una rentabilidad superior al 100% en cinco años (ver noticia). Esto es el resultado de su paciencia y de nuestro "método Azvalor". Sobre estos dos pilares continuaremos trabajando para tratar de seguir generando rentabilidades atractivas.

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 SGIIC