

Estimado coinversor:

A cierre de 2023 los fondos de Azvalor han registrado resultados positivos de doble dígito en casi todos los casos: Azvalor Iberia, +23,9%; Azvalor Managers, +15,5%; Azvalor Blue Chips, +10,5%; Azvalor Internacional, +9,8%; Azvalor Value Selection Sicav, +8,8%, y el plan de pensiones Azvalor Global Value, +9,0%.

Desde sus respectivos lanzamientos hace ya más de 8 años, y a cierre de 2023, las rentabilidades acumuladas en nuestros fondos son del +44% en Azvalor Iberia, +134% en Azvalor Internacional, +93% en Azvalor Blue Chips, +52% en Azvalor Managers y +97,9% en Azvalor Global Value, nuestro plan de pensiones. En los últimos tres años, más del 90% del patrimonio bajo gestión de Azvalor ha doblado su valor liquidativo.

Pero eso es ya el pasado y en Azvalor centramos todo nuestro esfuerzo en preparar las carteras para cosechar rentabilidades superiores al doble dígito anualizado en los próximos años. Un esfuerzo que se basa en analizar cada compañía evitando la tentación de adivinar el futuro, algo que nunca logrará nadie.

Sin embargo, sí que podemos aspirar a saber qué rentabilidades esperar de otra forma: **fijando la vista en el punto de partida de las valoraciones**. A lo largo de nuestra historia cuando los fondos cotizaban de media a un 70% de su valor (en junio de 2007 por ejemplo) la rentabilidad esperada era inferior al +10% anual, y así fue. En los mínimos del 2009 o del COVID los fondos cotizaban a un 30% de su valor, y las rentabilidades esperadas entonces superaban el +20% anual, y así fue. Hoy los fondos cotizan alrededor de un 55% de su valor. Esto sugiere rentabilidades esperadas a largo plazo (desde este punto) por encima del +10% sin llegar al +20%.

Sin embargo, la senda de las ganancias nunca es lineal. Veamos los últimos 150 años de la bolsa americana (S&P 500): para generar su rentabilidad media anualizada real de entre el +6/7%, ha habido años de +50% y también alguno de -50%. Si hubiéramos estado invertidos en el índice todo ese largo periodo, el 36% del tiempo tendríamos pérdidas, el 44% del tiempo nos alegraríamos con resultados de doble dígito, y únicamente el 20% del tiempo tendríamos una rentabilidad similar a la que obtendremos de forma anualizada a largo plazo en el índice (tabla 1).

S&P 500 rentabilidad anualizada	Número de años	% años
+40 to +50% o superior	3	2,0%
+30 to +40%	9	5,4%
+20 to +30%	21	14,1%
+10 to +20%	33	22,1%
+0 to +10%	30	20,1%
+0 to -10%	25	16,8%
-10 to -20%	18	12,1%
-20 to -30%	7	4,7%
-20 to -30%	3	2,0%
-40 to -50% o superior	1	0,7%

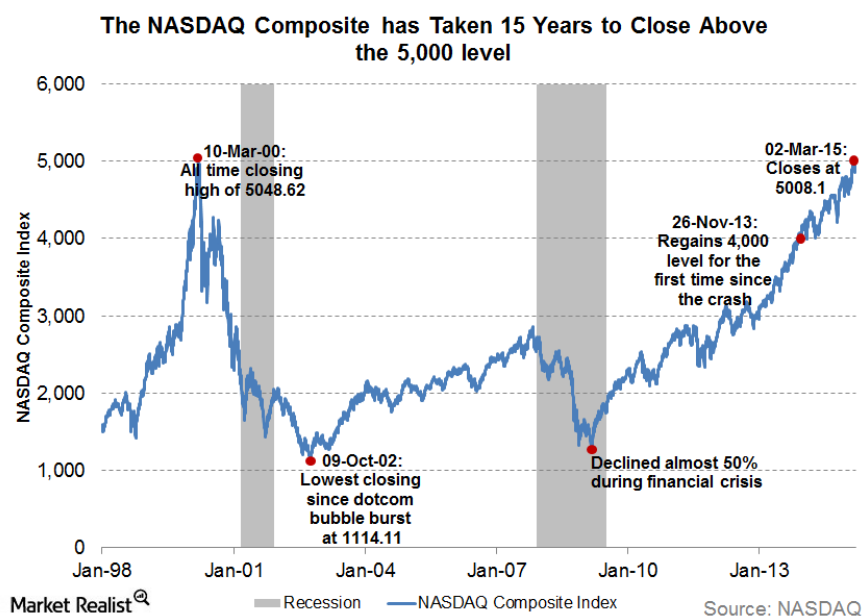
Tabla 1: Fuente: VisualCapitalist/TradingView - 150 Years of SP 500 Returns

De estos datos podemos extraer dos conclusiones:

- La distribución de resultados de la renta variable es "no lineal".
- Vivir con esta incertidumbre, que se refleja en esta distribución de resultados tan incómoda, es esencial para llegar a buen puerto invirtiendo en renta variable.

En relación al entorno, vemos tres riesgos detrás de las narrativas arraigadas en el mercado.

La primera es que la **Inteligencia Artificial** "lo va a cambiar todo". Recordemos a finales de los 90 que, pese a que Internet iba a cambiar el mundo (¡como así fue!), eso no impidió una caída del 80% del índice tecnológico NASDAQ. Quien compró con la euforia, ¡tardó 15 años en recuperar su inversión!



En segundo lugar, hoy todos piensan que la “**inversión en índices**” es la mejor opción (diversificación a buen precio). Nuestra visión es la opuesta: el precio del S&P es caro y no hay tal diversificación (el peso del top7 alcanza casi el 30%).

En tercer y último lugar, existe un riesgo propiamente macroeconómico: el **alto peso de la deuda pública en Occidente**. Oímos que “la deuda ya sabemos que no se paga nunca”, pero no es tan sencillo. Hay derivadas de primer y segundo orden de enorme importancia. Sin entrar en los detalles, la fragilidad de las economías se eleva exponencialmente cuando los ratios de deuda sobre PIB superan el 100%. Y el margen de los estados para “tapar todos los problemas” se reduce. Nosotros tenemos esto en cuenta en nuestras previsiones a nivel de cada empresa, pero pensamos que el mercado, como agregado, no lo está valorando como debiera.

Azvalor Iberia

El valor liquidativo de Azvalor Iberia ha aumentado un +13% en el segundo semestre. A la fecha de cierre de esta carta semestral, el potencial de Azvalor Iberia asciende al 80%.¹

En este semestre no ha habido ventas significativas. Algunas de las posiciones que han aportado más al fondo han sido Tubacex y Elecnor. Entre las que más han restado se encuentran Técnicas Reunidas y Prosegur Cash. Las principales posiciones a cierre del periodo son: Tubacex, Técnicas Reunidas y Prosegur Cash. Mantenemos una gran confianza en todas ellas.

Azvalor Internacional

En el segundo semestre del ejercicio 2023, el valor liquidativo del Azvalor Internacional ha aumentado un +10,1%. El potencial del fondo a cierre de semestre es del 92%.

Entre las nuevas incorporaciones del semestre destacan Imperial Tobacco Group, Vale y Mobico Group entre otras. Entre las principales posiciones a cierre del periodo se encuentran Barrick Gold, Nov y Endeavour Mining.

¹ 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.

Azvalor Blue Chips

Azvalor Blue Chips ha aumentado un +9,6% en el semestre . El potencial del fondo a cierre de semestre es del 89%.

Entre las nuevas incorporaciones del semestre se encuentran Whitehaven Coal y Mobicco Group. Las principales posiciones a cierre del periodo son: Barrick Gold, Noble y Tullow Oil.

Azvalor Managers

Azvalor Managers subió el +7,8% en el segundo semestre del año, lo que deja la rentabilidad en el conjunto de 2023 en un +15,5%. Desde su lanzamiento, la rentabilidad es de +51,6%.

La principal novedad en 2023 fue la incorporación de 3G Capital y SouthernSun Asset Management, ambas gestoras de inversión con décadas de experiencia y procesos de inversión muy sólidos, elegidas entre cientos de gestores analizados. Además, en febrero de 2024 incorporamos a FountainCap Research & Investment, otra gestora, ubicada en Hong Kong, cuyo fundador Xiaofang Ding cuenta con 30 años de experiencia. Su cartera invierte en 35-40 compañías chinas, a través de un proceso de análisis basado en el conocimiento exhaustivo de cada una. Tras analizar decenas de gestoras locales en China, creemos que esta incorporación será muy positiva para el fondo en los próximos años.

Otra novedad es el número de compañías "opadas" en cartera (¡ya son 18!). Esto es una consecuencia natural de invertir en compañías robustas a precios muy interesantes. Hoy la cartera tiene un ratio Precio/Beneficios de 8 veces y un Free-Cash Flow Yield del 18% (un 65% de descuento frente al mercado), una buena situación para batir al mercado en el futuro.

Azvalor Global Value (Fondo de Pensiones)

Azvalor Global Value es uno de los pocos fondos de pensiones de gestoras independientes que supera el umbral de los 150 millones EUR (199 millones a cierre de 2023), contando con más de 3.900 partícipes, creciendo en casi 1.000 nuevos inversores durante el año 2023.

La cartera combina compañías presentes en Azvalor Iberia y Azvalor Internacional, obteniendo, en la segunda mitad del año, una rentabilidad del +8,6%.

El fondo sigue manteniendo un elevado potencial, cercano al 100%.

Novedades en Azvalor

Cerramos el ejercicio con entradas netas de 196 millones EUR, 4.500 nuevos copartícipes y varios reconocimientos al equipo de gestión/análisis de Azvalor:

- Azvalor, una de las mejores gestoras de la liga de las Estrellas ([noticia en Expansión](#))
- Azvalor Internacional, el fondo de renta variable más vendido en 2023 ([noticia en Citywire](#))
- Azvalor Global Value: plan de pensiones más rentable a 3 años ([noticia en Quefondos](#))

Estos reconocimientos se deben en parte a **la paciencia de nuestros coinversores**, sin ella sería imposible mirar a largo plazo. **A todos ellos, nuestro profundo agradecimiento.** Charlie Munger, recientemente fallecido y una inspiración para todos los inversores, recalcó de forma muy insistente la importancia de esa paciencia: *"El dinero no está en la compra y venta, sino en la espera"*.

Quienes han tenido paciencia con nosotros han multiplicado su dinero por 13 veces entre marzo de 2003 y el cierre de 2023. Y esto a pesar de dos caídas del 50% entre medias. Las caídas con nosotros son temporales y siempre se logran superar. En los últimos veinte años hemos logrado el +13% anual. La relación precio/valor actual, nuestro indicador clave para ver lo que nos espera, indica retornos no muy lejanos a esta cifra. Mirando a futuro nuestra propuesta es invertir en renta variable las cantidades que no vayamos a necesitar en los próximos 5 o 7 años.

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

