

Estimado coinversor:

En el primer semestre del año, Azvalor ha obtenido una rentabilidad positiva en sus fondos Azvalor Iberia (+2,4%), Azvalor Internacional (+1,4%) y Azvalor Managers (+6,8%), un rendimiento plano en el plan de pensiones Azvalor Global Value (+0,3%) y un rendimiento negativo en Azvalor Blue Chips (-1,1%).

**A cierre de semestre, un 90% del dinero invertido desde origen en nuestros fondos ha multiplicado por más de dos veces el capital inicial.** Así, desde sus respectivos lanzamientos hace ya casi 9 años, las rentabilidades acumuladas son del +137% en Azvalor Internacional, +48% en Azvalor Iberia, +91% en Azvalor Blue Chips, +62% en Azvalor Managers, y +99% en Azvalor Global Value, nuestro plan de pensiones. Para poner esta rentabilidad en contexto, al cierre de esta carta, el Azvalor Internacional ha superado a su índice de referencia en casi un 30% (+145,4% vs +116% el MSCI World), a pesar del fuerte ciclo alcista de los principales mercados mundiales en el período. Por su parte, el Azvalor Iberia acumula una rentabilidad casi un +42% superior a su índice de referencia (+48,6% vs +7% el IGBM). En nuestra trayectoria como inversores, el diferencial de nuestros fondos frente al mercado suele ser aún mayor en períodos de bolsas más débiles, lo que es interesante de cara al futuro.

Si nos remontamos aún más, al principio de nuestra trayectoria como inversores, los resultados son aún más positivos, y el diferencial con el mercado es mayor. En efecto, **quienes han tenido paciencia con nosotros han multiplicado su dinero por 14 veces desde marzo de 2003**, que compara las 4,6 veces del MSCI World en ese mismo período. **Y esto a pesar de dos caídas del 50% entre medias.** En los últimos veinte años hemos logrado una rentabilidad del +13% anual.

Estos buenos resultados históricos han sido posibles gracias al fiel seguimiento de un riguroso proceso de inversión, proceso que es nuestro y único, y que llamamos "Método Azvalor". En breve publicaremos y compartiremos con ustedes la primera Memoria Anual de Actividad de Azvalor, así como un vídeo explicativo, en que les daremos a conocer más detalles del Método Azvalor y otra información que esperamos sea de su interés.

## ¿Qué podemos esperar de los fondos para los próximos años?

Para responder hace falta fijarse en el punto de partida de las valoraciones de las compañías. Cuanto más "baratas" estén cuando las adquirimos, mejor rentabilidad futura obtendremos, y viceversa. La noción de "caro" o "barato" constituye el eje sobre el que gira todo nuestro modelo de gestión. ¿Cómo de baratas estarían hoy nuestras carteras? Vamos a compararlas con nuestra propia historia en los últimos 21 años, en los que ha habido 3 tipos de situaciones:

- I. **Potenciales reducidos, inferiores al 40%.** Los hemos vivido justo antes de la crisis financiera de 2008. Fueron tiempos de valoraciones caras, y la rentabilidad anualizada posterior de nuestros fondos fue positiva, pero por debajo del 10% anual.
- II. **Potenciales elevados, superiores al 150%.** Se han dado en marzo de 2009 y de 2020, tras las grandes caídas sufridas por las bolsas. Con estos potenciales, las rentabilidades posteriores de nuestros fondos fueron excepcionales, todas ellas superiores al 20% anual.
- III. **Potenciales cercanos al 100%.** Son momentos como el presente (ver los puntos dedicados específicamente a cada fondo más adelante), en los que las rentabilidades que podemos esperar para los próximos 5 años se sitúan entre el 10% y 13% anual

Estas rentabilidades potenciales son atractivas en sí mismas, pero lo son aún más cuando se las compara con lo que pensamos que se puede obtener invirtiendo ahora en un índice como el S&P500 americano, cuyo ratio de precio sobre beneficios estimados de los próximos doce meses es de 22 veces (y de 36 veces tomando el ratio ajustado por el ciclo-CAPE-). Sus 10 compañías más grandes cotizan a un múltiplo sobre beneficios superior a 30 veces, estando el resto del índice (las otras 490 compañías más grandes de EEUU) en un entorno de 17-18 veces beneficios. El índice ha alcanzado este semestre sus máximos históricos y sus ratios de valoración son, en conjunto, muy exigentes. Nuestras carteras en comparación están alrededor de un ratio precio/beneficios de 8 veces.

Ni nosotros ni nadie sabe si las correcciones con que han comenzado las bolsas en el mes de agosto son o no el principio de caídas más pronunciadas. Pero históricamente la volatilidad siempre ha sido el terreno más fértil para nosotros, donde encontramos el mayor número de oportunidades y cuando más hemos incrementado el potencial y la calidad de nuestras carteras.

Si las caídas de las bolsas afectaran temporalmente a nuestros fondos, creemos que sería una gran oportunidad para incrementar la inversión. Cuando en el pasado las caídas de las bolsas arrastraron a nuestras carteras (en 2020 con el COVID o en 2008 con la Crisis Financiera Global), los rebotes posteriores fueron extraordinarios (por ejemplo, +62% en 2009), muy superiores a los del mercado, y muy pronto se alcanzaron nuevos máximos.

También hay ocasiones en que las caídas de las bolsas no afectan en absoluto a nuestras carteras. En el año 2022, por ejemplo, subieron con fuerza (Azvalor Internacional +45%) mientras las bolsas caían (-20% el S&P500).

La clave para que usted pueda aspirar en el futuro a lograr lo que nuestros coinversores pacientes han logrado en el pasado (multiplicar por 14 veces el dinero en 20 años pese a la crisis global de 2009 o al COVID) es mantener la convicción y no hacer demasiado caso a la volatilidad o los titulares negativos de los medios. **Azvalor ha sido un refugio para nuestros ahorros y los de nuestros coinversores, y creemos que lo seguirá siendo para todos los que no vendan en momentos de miedo.**

### Azvalor Iberia

El valor liquidativo de Azvalor Iberia ha aumentado un +2,4% en el primer semestre, y acumula un 46,7% de rentabilidad desde su lanzamiento. Es una cartera muy concentrada (10 posiciones pesan más del 60%) en unas pocas compañías que conocemos muy bien, muy buenos negocios, como refleja un ROCE medio ponderado del 32%, y en su gran mayoría cuentan con balances muy sólidos y están gestionadas por un dueño. Dichas compañías cotizan a precios muy atractivos, como bien refleja el FCF yield<sup>1</sup> medio ponderado del 16%, y lo hacen por razones particulares de cada una de ellas, que estamos convencidos son pasajeras, y de las que el mercado terminará reconociendo su valor. Estimamos que Azvalor Iberia ofrece un potencial del +86%.<sup>2</sup>

### Azvalor Internacional

El valor liquidativo de Azvalor Internacional ha aumentado, en este primer semestre del ejercicio, un +1,4% hasta los 237,4 euros, y acumula un 147,4% desde su lanzamiento. La cartera está bien diversificada por sectores y geografías, con exposición a la economía global. Entre sus posiciones más importantes podemos encontrar algunas de las mejores compañías en lo que hacen, líderes mundiales o de sus mercados locales y, en general, muy buenos negocios como refleja un ROCE medio ponderado del 25%. Son compañías, en su mayoría, con balances muy sólidos, y gestionadas pensando en crear valor al accionista, algo que nos resulta cada vez más difícil encontrar entre las compañías cotizadas. Lo forman compañías que cotizan a precios atractivos por razones cíclicas o puntuales, que creemos representan una clara oportunidad de inversión con un horizonte a largo plazo. El fondo cotiza a un FCF yield medio del 12%, mucho más atractivo que el 4%-6% al que cotizan los mercados occidentales. Y estimamos un potencial del +89%.

Con casi 55 millones de euros de suscripciones netas en el primer semestre (datos de Inverco) es el fondo independiente de renta variable con más entradas netas en 2024, siendo

<sup>1</sup> Free Cash Flow yield= rentabilidad por flujo libre de caja.

<sup>2</sup> 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.

igualmente el fondo de renta variable con mayor capital bajo gestión de entre las gestoras independientes españolas.

### Azvalor Blue Chips

Azvalor Blue Chips ofrece la particularidad de invertir en compañías con un tamaño mínimo. Actualmente el fondo tiene unos 70 millones de euros bajo gestión y, por tanto, todavía cuenta con un tamaño que permite la "agilidad" para invertir en algunas compañías pequeñas, que en conjunto pesan algo más del 20%. En cuanto a las compañías, el fondo hoy todavía tiene un muy elevado grado de coincidencia con Azvalor Internacional e Iberia, aunque puede diferir significativamente en los distintos pesos de las compañías. En el semestre, su valor liquidativo ha retrocedido un -1,2%, y acumula una rentabilidad del 61,9% desde su lanzamiento. El fondo cotiza a un FCF yield medio del 11,5% y estimamos un potencial del +93%.

### Azvalor Managers

Azvalor Managers subió el +6,8% en el primer semestre de 2024. Desde su lanzamiento hace algo más de cinco años, la rentabilidad es de +61,9%. El fondo ha sobrepasado recientemente la cifra de 100 millones de euros bajo gestión, y cuenta con más de 1.400 coinversores. La principal novedad en 2024 ha sido la incorporación de un nuevo manager al fondo (FountainCap Research & Investment), que es un interesante complemento a los otros cinco Managers que ya formaban parte del mismo.

Se ha mantenido la tendencia de recibir ofertas de compra (OPA) por parte de un tercero en nuestras compañías, y sólo en este semestre se han producido cinco OPAs en cartera, en diferentes sectores y países, en todos los casos por parte de un competidor de la misma industria. En total, 23 de nuestras compañías han sido opadas en los últimos años, lo que creemos que es una consecuencia natural de invertir en compañías robustas, de pequeño tamaño, y a precios muy interesantes. Hoy la cartera tiene un ratio Precio/Beneficios de 9 veces, lo que supone más de un 50% de descuento frente al mercado global de acciones. En la misma línea, el fondo ofrece una rentabilidad por dividendo superior al 2%, fruto de los importantes flujos de caja que generan nuestras compañías, y de su solidez financiera. Como citaba el medio El Economista en su portada el pasado junio, creemos que todos estos factores dejan en buena situación al fondo para intentar cumplir su objetivo de generar una rentabilidad superior al 10% anual en los próximos años.

## Azvalor Global Value (Fondo de Pensiones)

Azvalor Global Value es uno de los escasos fondos de pensiones de gestoras independientes que supera el umbral de los 200 millones de euros (203 millones a cierre del primer semestre), contando con casi 4.100 copartícipes.

La cartera combina compañías presentes en Azvalor Iberia y Azvalor Internacional. En la primera mitad del año ha obtenido una rentabilidad del +0,29% y acumula un 98,5% desde su lanzamiento. El fondo cotiza a un FCF yield medio del 13% y estimamos un potencial del +99%.

## Novedades en Azvalor

Durante este primer semestre del año Azvalor ha recibido varios **reconocimientos**:

- **Por segundo año consecutivo**, Azvalor ha sido elegida en los Premios de Fondos de Inversión Expansión-Allfunds, como la **Mejor Gestora de Fondos Independiente** ([leer noticia](#)).
- Azvalor ha recibido el **premio Citywire al Mejor Equipo Gestor de 2023** en las categorías de **Renta Variable Global**, por Azvalor Internacional, y en **Renta Variable Ibérica**, por Azvalor Iberia ([leer noticia](#)).

Agradecemos estos premios a los miembros de los jurados y especialmente a nuestros copartícipes, sin cuya paciencia y confianza no sería posible lograr buenas rentabilidades.

Desde el pasado 11 de junio, y en línea con nuestro compromiso de ayudar al ahorro joven y a largo plazo, **los menores de 25 años ya pueden empezar a invertir en los fondos de Azvalor a partir de un mínimo de 500€.**

Nos despedimos, agradeciéndoles de nuevo su confianza, deseándoles un feliz verano 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

