

Estimado coinversor:

**Las principales bolsas mundiales han tenido uno de los peores comienzos en décadas.** En la más importante de todas, la bolsa americana, hay que remontarse más de 50 años para ver una caída similar durante la primera mitad de año (-21% en 1970 y -20% en 2022). El mercado de acciones globales tuvo el peor primer semestre desde que empezó el índice MSCI ACWI en 1990. Pero no sólo ha sufrido la renta variable. El mercado americano de bonos ha vivido el peor primer semestre desde el siglo XVIII. **Los fondos de Azvalor, al contrario, han tenido un comportamiento excepcional, encabezados por el Azvalor Internacional, con un incremento de más del 28%.**

Esta rentabilidad diferencial demuestra, en nuestra opinión, sobre todo una cosa: comprar barato es lo ÚNICO importante. Esta es y será siempre la columna vertebral de nuestra filosofía de inversión. Pero también demuestra una idea que Warren Buffett ha repetido en varias ocasiones: el verdadero test de cuán conservadora es una cartera se demuestra en los mercados bajistas: la cartera que de verdad es conservadora se comporta especialmente bien cuando el mercado purga excesos pasados con fuertes caídas. Pues bien, nuestra cartera, bajo este prisma, era conservadora, pues se ha comportado bien en un mercado bajista. Y siempre será conservadora, pues nos jugamos todo nuestro patrimonio junto al de ustedes, y esto desde hace ya más de veinte años.

Estando muy satisfechos de haber logrado algo casi insólito en favor de nuestros copartícipes (sacar casi 50% más que el mercado en 6 meses), nos mantenemos alerta y concentrados cada día de trabajo en abaratar la cartera e incrementar su calidad.

**La segunda nota clave** de este semestre es que hemos aprovechado las subidas para vender, con el resultado de acumular al cierre del semestre un **nivel de liquidez elevado**.

Esto es nuestro proceso natural de siempre: mantener la disciplina de vender cuando el precio de nuestras acciones sube alcanzando nuestro valor objetivo. La liquidez a cierre de junio se sitúa en un 24,7% en el fondo Azvalor Internacional. Aunque a nadie le gusta tener liquidez, la buena noticia es que, en nuestra trayectoria como inversores, estos momentos siempre han durado poco tiempo.

De hecho, en tan solo unos días desde el final de junio, ya hemos “puesto a trabajar” una parte significativa de esa liquidez, invirtiendo a precios muy atractivos. Una parte reinvertiendo en compañías que habíamos estado vendiendo, porque han vuelto a caer a niveles de precio atractivos. Por ejemplo, Canadian Natural Resources, que vendimos a unos US\$70 por acción, y ahora recompramos a US\$45. Otra parte de la liquidez la hemos invertido en nuevas ideas que llevamos varios meses trabajando en diversos sectores.

Este proceso de rotación (vender con ganancias, generar liquidez y reinvertir cuando hay caídas) nos está permitiendo crear valor. Efectivamente, el valor estimado de la cartera internacional se ha incrementado hasta acercarse a los 400 EUR por participación (390 EUR para ser exactos), lo que ofrece un potencial, de nuevo, superior al 100%. **Este valor estimado supone cuadruplicar el precio de 100 EUR por participación con el que comenzamos la andadura del Azvalor Internacional hace ya casi 7 años.**

Aunque el valor liquidativo todavía no refleja esto, estamos convencidos de que precio y valor seguirán en la línea de ir convergiendo, como lo han hecho siempre en nuestra trayectoria de casi 25 años ya. Mientras tanto, nuestra labor sigue centrada en ir incrementando el valor y, como ya hemos comentado anteriormente, tenemos una lista de compañías atractiva que nos permite confiar en ello.

## Azvalor Iberia

El fondo ha tenido una revalorización del +5,4% durante este segundo trimestre, frente a la caída (-1,7%) de su índice de referencia en el mismo período. En lo que va de año esa diferencia se amplía con una rentabilidad acumulada en el primer semestre del +17% en el fondo frente a la caída del -1,9% de su índice de referencia.

A la fecha de cierre de esta carta su valor objetivo asciende a 220 EUR<sup>1</sup> por participación, que compara con su precio actual de 112 EUR<sup>2</sup>.

La cartera se mantiene concentrada en compañías que conocemos bien y de las que hemos hablado extensamente en cartas anteriores. Las primeras posiciones son Tubacex, Técnicas Reunidas, Elecnor, Prosegur Cash y Logista.

<sup>1</sup> El valor objetivo que se indica en el documento se ha 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.

<sup>2</sup> A 19 de julio de 2022.

En este trimestre se ha incrementado la exposición a Prosegur Cash, Mapfre y Línea Directa Aseguradora, entre otras. Por otro lado, se ha reducido nuestra presencia en otras como Altri o Galp. En Tubacex redujimos (ligeramente sólo) tras la fuerte subida desde mínimos anuales de 1,5 EUR acción hasta 2,6 EUR acción a principios de junio.

### Azvalor Internacional

Azvalor Internacional ha tenido una rentabilidad del +28% en el primer semestre frente al -13,8% de su índice de referencia en el mismo período.

Hay que destacar la mejora –en términos agregados– de los fundamentales de las compañías que componen la cartera: mejoras de los beneficios, fortalecimiento de los balances (en varios casos llevando a situaciones de caja neta), mejora de la posición competitiva, aumentos de dividendos y programas de recompra de acciones; todo ello eleva el potencial de la cartera.

Es importante destacar el atractivo recorrido que mantiene el fondo, dado que su valor objetivo asciende a 390 EUR<sup>3</sup> por participación, frente a un precio actual de 187 EUR<sup>4</sup>.

Las nuevas incorporaciones del trimestre han sido principalmente Vale, Bayer y Centrais Eléctricas Brasileiras, entre otras. Se han vendido totalmente Kinross Gold e lamgold.

Incrementamos la exposición a Petrofac, Gold Fields y Suzano, entre otras, y se ha reducido en Consol Energy, Arch Resources y Drilling Co Of 1972 tras sus fuertes subidas.

### Azvalor Blue Chips

La cartera de este fondo parte de la cartera de Azvalor Internacional y sigue la misma filosofía *value* (como el resto de fondos de Azvalor). La diferencia es que está formada por valores más grandes (20 mil millones de euros de capitalización media ponderada), y tiene menos empresas (48 compañías frente a 60-70).

En el acumulado anual el fondo ofrece una rentabilidad positiva del +20,7% que compara con la caída del -13,5% del índice de referencia, marcando, como en el Azvalor Internacional, una diferencia histórica en términos comparables.

---

<sup>3</sup> El valor objetivo que se indica en el documento se ha 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.

<sup>4</sup> A 19 de julio de 2022.

En el trimestre se ha reducido totalmente la inversión en Chesapeake Energy, Kinross Gold y Carrefour. Se ha incrementado el peso de Vale, Suzano y Mosaic, todas ellas viejas conocidas nuestras; y se ha reducido el peso en Civitas, Canadian Natural Resources y Drilling Co Of 1972, entre otras, tras las fuertes alzas de sus precios.

El fondo sigue manteniendo un elevado potencial de revalorización, dado que el valor estimado, a la fecha de emisión de esta carta, es de 318 EUR<sup>5</sup> por participación, frente a su precio actual de 159 EUR<sup>6</sup>.

### Azvalor Managers

Azvalor Managers ha seguido creciendo, y hoy cuenta ya con cerca de 800 partícipes y 55 millones de euros bajo gestión. El fondo recibió recientemente el Premio al Mejor Fondo de Bolsa Global 2021 por El Economista.

En los últimos meses, el equipo ha visitado a todos los Managers en sus oficinas y mantiene la plena convicción sobre ellos. Son gestores que han demostrado durante décadas fidelidad a su estilo de inversión en entornos de mercado muy diferentes, superando varias crisis duras donde demostraron ser un buen refugio para sus inversores. La cartera de Azvalor Managers está diversificada en un buen número de industrias y la forman 130 compañías, la mayoría de ellas empresas pequeñas fuera de los índices.

En los últimos 18 meses parece que el mercado comienza a prestar más atención a las valoraciones. No obstante, todavía queda mucho recorrido para alcanzar niveles razonables: según el factor Value calculado por AQR, la divergencia de valoración caro-barato sigue en un extremo (percentil 95 a mayo de 2022) sólo visto justo antes del estallido de la burbuja tecnológica, y que fue el principio de varios años del estilo Value batiendo al mercado. En ese período (2000-02), los cuatro Managers del fondo obtuvieron rentabilidades positivas mientras el mercado bajaba.

Azvalor Managers cotiza actualmente a múltiplos de valoración atractivos. Según Morningstar, a cierre de junio la cartera cotiza a 6,3 veces beneficios y 0,77 veces valor en libros; esto supone un 60% de descuento frente a las valoraciones del mercado global de acciones.

---

<sup>5</sup> El valor objetivo que se indica en el documento se ha 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.

<sup>6</sup> A 19 de julio de 2022.

Por último, le dejamos la participación de Azvalor Managers en un reciente evento de la **Brown University** ([Value Investing Series Event](#)), donde participaron anteriormente inversores de la talla de Howard Marks o Bill Nygren.

### Azvalor Global Value (Fondo de Pensiones)

Como ya hicimos en la carta anterior damos entrada a este fondo en nuestras misivas trimestrales. Por volumen de activos es uno de los escasos fondos de pensiones de gestoras independientes que supera el umbral de los 100M EUR (119M EUR a cierre de junio) a pesar de tener sólo 6 años de vida, y cuenta adicionalmente con más de 2.200 partícipes. Recientemente el fondo recibió el Premio al Mejor Plan de Pensiones de Renta Variable 2021 otorgado por El Economista.

La cartera de Azvalor Global Value combina compañías presentes en Azvalor Iberia y Azvalor Internacional. En el primer semestre el fondo ha obtenido una rentabilidad positiva del +28,2%.

El fondo sigue manteniendo un elevado potencial, ya que el valor estimado de su participación, a la fecha de emisión de esta carta, es de 336 EUR<sup>7</sup> por participación, frente a su precio actual de 158 EUR<sup>8</sup>.

### Consideraciones finales

Tres han sido los aspectos más destacables de este semestre.

**Primero, haber logrado proteger el ahorro de nuestros copartícipes en el peor mercado de acciones de los últimos 50 años,** gracias a un foco obsesivo en comprar calidad pagando un precio barato, y a la paciencia de nuestros inversores con nosotros. ¡Gracias a todos por ello!

**Segundo, las subidas nos han llevado a vender y el resultado es una gran liquidez a final de semestre.** Pólvora seca para disparar cuando el mercado nos dé la oportunidad, algo que ya ha empezado en los primeros días de julio.

**Por último, y quizás lo más importante, mirando al futuro: volvemos a tener un potencial en los fondos de más del 100% y el precio objetivo se acerca a 400 EUR por participación en Azvalor Internacional, casi 4 veces el nivel de partida de hace casi 7 años.**

---

<sup>7</sup> El valor objetivo que se indica en el documento se ha 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.

<sup>8</sup> A 19 de julio de 2022.

Como dice Warren Buffett "*alguien está sentado en la sombra hoy porque alguien plantó un árbol mucho tiempo atrás*", y esa es nuestra obsesión: seguir sembrando para hacer crecer nuestros ahorros con el mismo proceso de inversión que lleva funcionando más de 20 años.

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. Encaramos el futuro con prudencia y optimismo, agradecidos de contar con partícipes que han sabido mantenerse fieles a nosotros en los momentos difíciles, y satisfechos por lo conseguido juntos hasta ahora. Pero sobre todo y como siempre, vigilantes y humildes pues, como dice Charlie Munger "quien piense que batir al mercado es sencillo es sencillamente un idiota".

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,

A handwritten signature in black ink, consisting of a series of loops and a long horizontal stroke extending to the right.

**Equipo Azvalor Asset Management SGIC**