

Estimado coinversor:

Los índices bursátiles de renta variable más representativos en Estados Unidos y Europa han seguido sufriendo en el tercer trimestre del año. El S&P500 americano ha caído un -5,3% y el Euro Stoxx 600, casi el 5%. En el acumulado del año han retrocedido un -24,8% y un -20,5% respectivamente. Por su parte, el IBEX 35 ha disminuido un -9% este trimestre, lo cual se traduce en una caída del -15,5% en el año. **Los fondos de Azvalor, al contrario, han tenido un comportamiento excepcional, encabezados por el Azvalor Internacional, con un incremento superior al +32% en lo que va de año<sup>1</sup>.**

Evitaremos, como es nuestra costumbre, enumerar aquí las incertidumbres mundiales una por una, pues nuestra filosofía consiste en encontrar empresas buenas y a buen precio. Este extremo, **comprar barato**, es lo que explica el positivo comportamiento de nuestros fondos a pesar de un entorno de pronunciadas caídas en los mercados, y es el eje fundamental sobre el que giran nuestras expectativas de atractiva rentabilidad a largo plazo.

Aunque estamos muy satisfechos de haber logrado algo casi insólito en favor de nuestros copartícipes (batir por más del 50% al mercado en 9 meses), como siempre, nos mantenemos alerta con los equipos de Londres y Madrid concentrados cada día de trabajo en mejorar el potencial y la calidad de la cartera.

Nuestro exigente proceso de rotación (vender con ganancias, generar liquidez y reinvertir cuando hay caídas) nos sigue permitiendo crear valor. En concreto, las caídas de los mercados en el tercer trimestre y nuestra gran liquidez nos han permitido incrementar hasta 450 EUR por participación el valor objetivo del fondo Azvalor Internacional<sup>2</sup>, lo que ofrece un potencial de revalorización superior al 115%. **Este valor estimado supone multiplicar por 4.5 veces el precio de 100 EUR por participación con el que comenzamos la andadura del Azvalor Internacional hace ya 7 años.**

## Azvalor Iberia

El valor liquidativo de Azvalor Iberia FI ha disminuido en este tercer trimestre un -8,2% hasta los 104,7 EUR. En este mismo periodo, su índice de referencia ha disminuido un -9%. En lo que va de año, esa diferencia a favor del fondo se amplía notablemente con una rentabilidad acumulada en los nueve primeros meses del año del +7,3% frente a la caída del -10,8% del índice.

A la fecha de cierre de esta carta el valor objetivo de Azvalor Iberia asciende a 237 EUR<sup>2</sup> por participación, lo que supone un potencial del 128%.

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

En este trimestre se ha incrementado la exposición a Altri, Galp Energía y Semapa entre otras, sin que haya habido reducciones significativas en ninguna participación.

Como conclusión, la cartera sigue compuesta por compañías líderes, infravaloradas, y bien gestionadas. Todo ello le confiere, en nuestra opinión, un atractivo potencial de revalorización.

### Azvalor Internacional

Azvalor Internacional ha tenido una rentabilidad del +3,4% en el tercer trimestre frente al -4,1% de su índice de referencia en el mismo periodo. En el acumulado anual la rentabilidad del fondo es del +32,8% frente a la caída del -17,4% del índice. Se mantiene por tanto una fuerte descorrelación del fondo frente a su índice de referencia a lo largo del año 2022, superando la rentabilidad del mismo en más de 50 puntos porcentuales.

Es importante destacar el atractivo recorrido que mantiene el fondo, dado que su valor objetivo asciende a 450 EUR<sup>2</sup> por participación, frente a un precio actual de 208<sup>3</sup> EUR.

Las nuevas incorporaciones del trimestre han sido principalmente Vallourec, JCDcaux y Schindler, entre otras. Se han vendido totalmente Total Energies, Mosaic y Alliance Resource Partners, todas ellas tras fuertes plusvalías.

Incrementamos la exposición a Schlumberger, NOV y Agnico Eagle, entre otras, y se ha reducido en DHT Holdings, Consol Energy y Whitehaven Coal tras sus 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 EUR de capitalización media ponderada), y tiene menos empresas (48 compañías frente a 60-70).

El valor liquidativo de Azvalor Blue Chips FI ha aumentado en este tercer trimestre un +0,7% hasta los 161,5 EUR. En este mismo periodo, su índice de referencia MSCI World Index ha aumentado un +0,1%.

En el acumulado anual el fondo ofrece una rentabilidad positiva del +21,5% que compara con la caída del -13,4% del índice de referencia, marcando, como en el Azvalor Internacional, una diferencia histórica en términos comparables.

En el trimestre se ha reducido totalmente la inversión en Consol Energy, y Mosaic. Se ha incrementado el peso de Schlumberger, New Gold y Civitas Resources, y se ha reducido el peso en Cameco y British American Tobacco, tras las fuertes alzas de sus precios. Las nuevas incorporaciones del trimestre han sido: Geopark, JCDecaux y Prosegur Cash, entre otras.

El fondo sigue manteniendo un elevado potencial de revalorización, dado que el valor estimado, a la fecha de emisión de esta carta, es de 349 EUR<sup>2</sup> por participación, frente a su precio actual de 169 EUR<sup>3</sup>.

### Azvalor Managers

En su artículo "Value vs Growth – The Unwind Continues" decía la firma GMO, a principios de este mes, que aunque el estilo valor ha batido al estilo crecimiento en los últimos trimestres, la divergencia estadística de valoración entre lo barato y lo caro sigue en una dislocación extrema, y que en última instancia ha de producirse una inexorable vuelta a valoraciones razonables, proceso que aún está a medio camino.

Azvalor Managers este año bate al mercado y, pese a ello, los precios de cotización de las compañías en el fondo están muy por debajo de su valor. En términos de ratios de valoración habituales (precio/beneficios, precio/valor en libros), la cartera cotiza a más de un 65% de descuento respecto al mercado, y a unos niveles en términos absolutos no vistos desde el lanzamiento del fondo. Los Managers invierten en sus mejores ideas para la cartera, seleccionando compañías que no solo están baratas sino que además cumplen con sus criterios de calidad en cuanto a modelo de negocio, posición competitiva, solidez financiera, calidad del equipo directivo, etc. Muchas de ellas están aprovechando la buena evolución de sus flujos de caja para reducir deuda, recomprar acciones o aumentar el dividendo.

Una prueba de la capacidad de encontrar valor de los gestores: sólo en el último trimestre, dos de nuestras inversiones han recibido OPAs: Resolute Forest Products y Atlas Air Worldwide; a un precio un 271% y un 165% superior a nuestro coste medio respectivamente. Los Managers aprovechan estas situaciones de cristalización de valor para rotar hacia otras oportunidades con descuento, siguiendo su filosofía *contrarian* de búsqueda de valor en áreas menos transitadas. El fondo está diversificado en numerosos países y sectores, alrededor de un 65% está invertido en compañías pequeñas, y el solapamiento de la cartera con los índices de bolsa global es cercano a cero.

Como novedad, ya está disponible la [ficha Morningstar de Azvalor Managers](#) en nuestra web. Por otro lado, ha recibido recientemente el Rating "A" por parte de Citywire.

## Azvalor Global Value (Fondo de Pensiones)

Como ya hemos comentado en ocasiones anteriores, hay que destacar que Azvalor Global Value es uno de los escasos fondos de pensiones de gestoras independientes que supera holgadamente el umbral de los 100 millones EUR (131 millones EUR a cierre de septiembre) a pesar de tener sólo 6 años de vida, y cuenta adicionalmente con más de 2.400 partícipes.

La cartera combina compañías presentes en Azvalor Iberia y Azvalor Internacional. En los primeros nueve meses del año ha obtenido una rentabilidad positiva del **+35,9%** (mejorando en casi 52 puntos porcentuales a su índice de referencia), marcando, como en el caso del Azvalor Iberia y del Internacional, diferencias históricas.

El fondo sigue manteniendo un elevado potencial del 116%, ya que el valor estimado de su participación, a la fecha de emisión de esta carta, es de 379 EUR<sup>2</sup> por participación, frente a su precio actual de 175 EUR<sup>3</sup>.

## Novedades en Azvalor

En lo que va de año hemos recibido entradas netas por valor de 226 millones EUR y más de 1.900 nuevos copartícipes se han unido a nosotros. Desde aquí queremos dar las gracias y la bienvenida a todos ellos.

Queremos destacar el sello de calidad que supone que nuestros principales productos hayan alcanzado la máxima calificación de la principal agencia de rating, Morningstar. Así, el Azvalor Internacional, el Azvalor Blue Chips y nuestro fondo de pensiones Azvalor Global Value tienen ya 5 estrellas de Morningstar en el rating de rentabilidad a 3 años.

## Consideraciones finales

Dos han sido los aspectos más destacables de este semestre.

Primero, nuestros fondos han seguido siendo un "hogar tranquilo" para proteger el ahorro de nuestros copartícipes en medio de la tormenta, 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, tras la revalorización de más del +40% en 2022, el Azvalor Internacional comienza a rotar fuera de las materias primas y alcanza un potencial del 115%.

Dice Peter Lynch que si no analizas las empresas, tienes las mismas oportunidades de éxito invirtiendo que un jugador de póker apostando sin mirar las cartas. Por eso, 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,

Equipo Azvalor Asset Management SGIIC



---

<sup>1</sup> Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

<sup>2</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>3</sup> A 24 de octubre de 2022.

Nota aclaratoria: Todas las rentabilidades mencionadas en esta carta, salvo las marcadas expresamente como de 24/10/2022, son a fecha 30/09/2022.