

Estimado coinversor:

Cerramos el primer semestre de 2025 con un volumen total de activos bajo gestión de **2.894 millones de euros** y entradas netas de capital de **22 millones**. Casi **1.100 nuevos copartícipes** se han unido a Azvalor en este periodo, sumando un total **superior a los 28.100**.

La renta variable es, sin duda, el mejor sitio para ahorrar a largo plazo, e incrementar nuestro poder adquisitivo ganando más de lo que suben los precios. Siendo así, no todo el mundo invierte lo que debería por el miedo a las caídas, a veces muy fuertes, que casi siempre **se producen cada cierto tiempo**. Los que son capaces de evitar la tentación de vender sus activos de renta variable en una caída son, por tanto, **los que más dinero ganan a largo plazo**.

Cualquier persona puede hoy acceder a la renta variable comprando un índice con comisiones bajas. Nosotros en Azvalor tratamos de mejorar los resultados de ese índice, e históricamente lo hemos logrado. Para ello hemos tenido que llevar la contraria y, de forma agregada, acertar más que fallar. Pero llevar la contraria es complicado, porque exige pasar mucho tiempo en modo "hormiga" viendo cómo cantan las cigarras. Cuando llega el invierno, sin embargo, todo vuelve a su sitio, en general, de golpe y en poco tiempo. Un ejemplo reciente: **en 2022 las cigarras (el índice SP500) perdieron más de un 20% mientras que las hormigas de Azvalor ganamos un 45%**. En un año se compensaron todos los esfuerzos anteriores y, como decía Warren Buffett, con la bajada de la marea... "se vio quiénes nadaban desnudos".

El momento actual nos recuerda a la previa del 2022. Las cigarras cantan y bailan y ganan, mientras que las hormigas preparamos el invierno con disciplina, con humildad y con nuestro proceso de siempre. Veamos por qué decimos esto:

Las cigarras cantan y bailan...

- El valor de mercado de las 7 empresas más grandes de tecnología (18,6 billones USD) supera el valor de las bolsas china, inglesa y brasileña, ¡juntas!
- Las criptomonedas Meme valen ya cerca de 80 mil millones USD.
- El valor de todas las bolsas está en el 117% del PIB. Otros picos anteriores (100% en 2007, 110% en 2000, y 65% en 1929) fueron seguidos de caídas de más del 50%.
- El valor de la bolsa americana, en 210% del PIB, es el récord histórico desde 1970.

Sin embargo, no todo está caro. Las empresas grandes de crecimiento (medidas con el MSCI ACWI Large Cap Growth) valen 32 veces los beneficios que generan mientras que las pequeñas empresas de valor (medidas por el MSCI ACWI Small Value) valen 13,9 veces, ¡menos de la mitad!

Y es ahí, en lo olvidado, donde las hormigas preparamos la despensa para el invierno. O mejor dicho, en lo erróneamente olvidado, en nuestra opinión.

Por ejemplo, el carbón sigue siendo en Occidente una materia prima “proscrita” por políticos, medios de comunicación e inversores. Las compañías mineras de carbón cotizan a múltiplos como si fueran a desaparecer en breve. Sin embargo, **el carbón supone casi el 30% de las necesidades de energía primaria del mundo, y sigue creciendo a razón del 1.2% en los últimos 10 años** (2024 ha sido el nuevo máximo). A pesar de las caídas continuadas en Norteamérica y Europa, el consumo en Asia sigue creciendo al 2% y supone prácticamente un 50% del total de energía primaria en esa parte del mundo.

Otro ejemplo es el petróleo. Otra materia prima percibida como al borde de la extinción por la llegada del coche eléctrico y la electrificación en general. Así, muchas petroleras occidentales han reducido inversión llevando las reservas a mínimos jamás vistos (<10 años de producción anual). El peso del petróleo en los índices de bolsa está en el 3% (mínimos históricos), muy por debajo de los máximos de casi el 14% en 2008, o de la media de 30 años del 7.5%.

Nosotros llevamos la contraria a todo esto, y nuestra visión se puede resumir así: ¡nada más lejos de la realidad!

En los dos últimos años el consumo de petróleo ha crecido en términos absolutos (medido en volumen equivalente de energía) más que el de las energías renovables. Y si sumamos el gas natural, el crecimiento **ha sido del doble**. La penetración del consumo de petróleo en los países emergentes es todavía una fracción del de los países avanzados: desde poco más de 1 barril por persona/año en la India, o 4 en China, a los 15-22 de Europa o EEUU. El petróleo supone casi el 34% de las necesidades de energía primaria a nivel mundial (un 59% si sumamos el gas), y es la base de mucho más que combustibles para el transporte, la calefacción y la electricidad: **el petróleo es esencial para las industrias química, de fertilizantes, detergentes, textil, y está en una infinidad de productos de consumo.**

Hay muchos más ejemplos de sitios olvidados, más allá de las materias primas, donde las hormigas podemos acumular activos buenos y baratos para el invierno.

Por ejemplo, los mercados emergentes. La bolsa de Brasil es complicada, pero con una moneda que ha caído un 75% desde 2011 y los índices de la bolsa con valoraciones por debajo de los niveles del Covid, encontramos algunas oportunidades interesantes. La situación nos recuerda a las inversiones que hicimos en 2021 en los mínimos del mercado argentino, **con rentabilidades del 150% de media** en nuestras inversiones en Central Puerto, Loma Negra o Transportadora de Gas del Sur.

Otro ejemplo son las compañías pequeñas en UK, que arrastran varios años de caídas. El índice FSTE Small Cap Index sigue por debajo de los niveles alcanzados hace casi 5 años y hoy las compañías cotizan a múltiplos claramente inferiores a los históricos, y a un descuento récord sobre los índices, especialmente si los comparamos con el índice americano.



Como ven, **hay caladeros para pescar fuera de lo que está de moda**. Pero decidir dónde echar las redes es sólo el principio. Si fuera tan sencillo como comprar los sectores olvidados, bastaría con adquirir un ETF de cada uno y el trabajo estaría hecho. Sin embargo, hoy más que nunca hay que tener mucho cuidado con los directivos al frente de las empresas, ya que muchos no defienden los intereses de los accionistas sino los suyos propios (explicar esto requeriría más espacio del que tenemos aquí). Por eso, no basta con elegir un sector olvidado, sino que hay que coger el bisturí de cirujano y elegir **sólo las empresas fuertes, con posiciones de mercado únicas, y con directivos honestos y alineados con los accionistas**.

Este proceso (elegir dónde y cuándo llevar la contraria, y poner los medios para acertar en contra del consenso del mercado) es lo que llamamos **el Método Azvalor**, y de su aplicación por **nuestro equipo de 10 analistas** resulta la cartera que tenemos hoy. Una cartera que creemos **va a permitir pasar los inviernos que vengan logrando incrementar el poder adquisitivo de sus titulares**. La clave es llevar la contraria pero, además, acertar. Nos hacemos eco de Howard Marks en su memorándum del pasado mes de abril: *"Cuando llegue el momento de comprar, no querrás hacerlo. Los acontecimientos negativos que provocan las mayores caídas de precios son aterradores y desaniman la compra. Pero cuando las malas noticias llueven sin cesar, a menudo ese es el mejor momento para actuar."*

Veamos, ahora, el detalle de las carteras.

Azvalor Iberia

El valor liquidativo de Azvalor Iberia ha aumentado un **+24,1%** en el primer semestre de 2025 hasta los **184,9 EUR** y acumula una rentabilidad del **+85%** desde su lanzamiento.

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 empresas 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.

Estamos convencidos de la positiva evolución futura de la cartera y de que "responderá" a su potencial, que calculamos en un **+52%**.¹

Azvalor Internacional

El valor liquidativo de Azvalor Internacional FI ha disminuido desde el 31 de diciembre de 2024 hasta el 30 de junio de 2025 un **-1,7%**, hasta los **231,1 EUR**, y **acumula una rentabilidad del +131% desde su lanzamiento**. Hoy la cartera internacional tiene un atractivo claramente por encima del habitual.

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.

Tenemos varios líderes mundiales cotizando a valoraciones impropias de compañías con semejante calidad y posición competitiva, y lo están por razones coyunturales. Y tenemos otros tantos líderes regionales en las mismas circunstancias. Hay 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, sólo salvando algunas excepciones puntuales que, en conjunto, tienen un peso muy limitado, y que son seleccionadas por razón de su especial atractivo. También son, en su inmensa mayoría, compañías en que el accionista es la prioridad, algo que cada vez encontramos más escaso.

El valor de nuestra cartera es ligeramente superior al doble del valor liquidativo (+108% de potencial). Si el pasado es el 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 -5,1% en el primer semestre de 2025, si bien acumula **una rentabilidad positiva del +79% desde su lanzamiento**.

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 de euros. No obstante, actualmente el fondo tiene unos 65 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 de sus movimientos a corto plazo.

Ahora mismo el potencial es cercano al +109%.

Azvalor Managers

La rentabilidad de Azvalor Managers fue plana en el primer semestre de 2025 y, desde su lanzamiento, hace algo más de seis años, **acumula una revalorización del +71%**.

En los últimos trimestres, el fondo ha tomado una posición relevante en Japón a través de un Manager especializado, posición que actualmente pesa alrededor de un 4% de la cartera. Además, a principios del semestre se completó la incorporación de un nuevo Manager en China, que se une al otro Manager también especializado en acciones chinas incorporado a principios de 2024. En



conjunto, el fondo tiene cerca de un 30% de exposición a mercados emergentes (incluyendo China), y alrededor de un 73% en compañías de pequeña y mediana capitalización. Cotiza a 10 veces beneficios, lo que implica alrededor de un 50% de descuento frente al mercado global de acciones.

Seguimos viendo interés del mercado por nuestras compañías y, tras las seis OPAs recibidas en 2024, en este semestre también hemos recibido varias ofertas de adquisición. En total, hemos recibido casi 30 ofertas en los últimos 5 años, lo cual creemos que es sintomático de la calidad e infravaloración de las compañías en cartera.

El fondo tiene más de 126 millones de euros bajo gestión y más de 1.750 inversores, cuenta con 5 estrellas Morningstar, y recientemente ha recibido el **Rating +** por parte de Citywire.

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 de euros** (186 millones a cierre del semestre), contando con más de 4.300 partícipes.

Durante este semestre el Rating VDOS ha destacado el plan Azvalor Global Value, entre los planes de pensiones **5 estrellas más rentables a cinco años, con una rentabilidad acumulada en ese periodo de un +129,9%, frente al +65,8% de media de su categoría** ([ver noticia](#)).

La cartera combina compañías presentes en Azvalor Iberia y Azvalor Internacional. Durante esta primera parte del ejercicio la rentabilidad ha sido negativa (-3,7%), **acumulando una revalorización del +86% desde el lanzamiento**. El fondo sigue manteniendo un elevado potencial, cercano al +110%.

Novedades en Azvalor

Como novedades corporativas, y en el ámbito de la seguridad operativa, Azvalor ha sido **la primera entidad en Europa en conseguir la certificación, emitida por Bureau Veritas**, por el cumplimiento de DORA (el reglamento europeo sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero). La obtención de esta certificación, que se une a la certificación ISO27001 ya recibida hace unos meses, supone un reconocimiento formal y externo de que nuestra plataforma operativa y nuestro sistema de gestión de seguridad de la información **cumplen con los más altos y exigentes estándares internacionales**.

En línea con nuestro compromiso con la difusión de la educación financiera y el fomento del ahorro e inversión entre los más jóvenes, Azvalor ha patrocinado un año más, junto con el Instituto Español de Analistas y el IEB, el **Value Challenge**, la competición financiera de referencia en España, en la que se ponen a prueba los conocimientos sobre value investing de jóvenes analistas e inversores.

En el área de **acción social**, queremos destacar que Azvalor ha firmado un convenio de colaboración con **España Rumbo al Sur**, un programa pionero en la formación de jóvenes, con el propósito de fomentar valores en común como el esfuerzo, la búsqueda de la excelencia, el emprendimiento y la visión a largo plazo, señas de identidad necesarias para obtener buenos resultados en cualquier disciplina de la vida.

Consideraciones finales

Compartimos con ilusión, pero también con humildad y con el compromiso de seguir mejorando, la noticia de que Azvalor ha sido reconocida, durante el pasado mes de mayo, por tercer año consecutivo, como la **mejor gestora nacional independiente en los Premios Fondos 2024 Expansión – Allfunds** ([ver noticia](#)). Este nuevo galardón nos anima a reafirmar nuestro compromiso de generar valor para los coparticipes a largo plazo, tal como hemos estado haciendo desde la fundación de la firma. Entendemos que este reconocimiento premia una trayectoria, un equipo y un modelo de gestión, más que los resultados puntuales de un periodo, y nos motiva a seguir avanzando por el mismo camino que nos ha traído hasta aquí: **la suma de una filosofía de inversión y una cultura de empresa basadas en la elevada formación de los equipos de inversión, el trabajo duro, la excelencia en todos los ámbitos y la meritocracia.**

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