22 de enero de 2020

Estimado coinversor:

Nuestros fondos Azvalor Internacional y Azvalor Iberia han ofrecido una rentabilidad del 5,5% y 1,9% en 2019, por detrás de sus índices de referencia. Si bien estamos decepcionados con los resultados obtenidos, comenzamos el 2020 con la confianza y la convicción de que nuestros principios de inversión conservan su vigencia, aunque el mercado todavía no lo haya corroborado. Invertimos basándonos en HECHOS y en un razonamiento que busca establecer las relaciones de causalidad correctas (por qué suceden las cosas). Pese a que nuestros fondos aún no han sido recompensados, ha habido multitud de hechos sumamente positivos en el año 2019.

	Ene-Dic
Azvalor Internacional FI	5,5%
MSCI Daily Net TR Europe Euro**	26,0%
Rent. Vs. Índice	-20,6%

*** Incluye dividendos*

	Ene-Dic
Azvalor Iberia FI	1,9%
85% IGTBM** / 15% PSI 20 TR	15,5%
Rent. Vs. Índice	-13,6%

*** Incluye dividendos*

Desde una perspectiva más a largo plazo, a continuación, les mostramos la rentabilidad acumulada desde el lanzamiento de los fondos a finales de 2015 y su comparación con los índices de referencia:

	desde inicio*
Azvalor Internacional FI	12,6%
MSCI Daily Net TR Europe Euro**	26,0%
Rent. Vs. Índice	-13,4%

*** Incluye dividendos* **13/11/2015*

	desde inicio*
Azvalor Iberia FI	15,3%
85% IGTBM** / 15% PSI 20 TR	12,9%
Rent. Vs. Índice	2,3%

*** Incluye dividendos* **13/11/2015*

Resumen Ejecutivo

Como hemos mencionado en numerosas ocasiones, nuestro éxito inversor en el pasado se basó en no abandonar jamás el compromiso incondicional de comprar acciones baratas. En un entorno racional, esta estrategia funciona bien. En un entorno como el actual, pocos parecen detenerse a analizar el precio de los activos con los beneficios que éstos generan; la mayoría prefiere hablar de narrativas en torno a la disrupción y a la tecnología de futuro, donde la lógica deja de importar. Y además, el mercado les ha dado la razón en 2019, generando un refuerzo positivo y, por tanto, la sensación de que la narrativa es robusta e irrompible. El resultado es una nube de estrés para el inversor de valor, frustración ante los resultados relativos mediocres… y nada que garantice un final rápido a la vista. Nosotros apostamos a que la lógica volverá a imponerse, como ha sucedido

tantas y tantas veces en el pasado. Nuestra cartera actual lleva la contraria a consensos muy arraigados, y a pesar de los errores puntuales inherentes a esta profesión, creemos que es un seguro a largo plazo; pero tal visión contra la mayoría exige una paciencia adicional para la que sólo quienes confían mucho en nuestro proceso estarán preparados. En esta carta hemos colaborado 5 socios de Azvalor conjuntamente, con ese objetivo de transmitirles la confianza que tenemos en nuestra cartera actual. Creemos que la paciencia se verá retrospectivamente como la prima que había que pagar para aspirar a incrementar el poder adquisitivo de nuestros ahorros.

En nuestras comunicaciones con Vds., a menudo defendemos la idea de que nuestro proceso de inversión necesita de una predisposición psicológica superior a la media, por parte de nuestros coinversores, y de un tamaño limitado (recuerden nuestro compromiso de no rebasar los 2.500 millones €). Esta fórmula es de especial valor hoy en día, en un mercado en el que la paciencia y la tolerancia a la volatilidad son activos escasos y valiosos. Una suma de "impacientes" buscando activos poco volátiles generan distorsiones en los flujos de capital: hay industrias que no paran de recibir dinero (por ejemplo, Tesla, Tecnología, *private equity*) mientras otras son asfixiadas (industrias extractivas como carbón, petróleo, uranio). El resultado es que tarde o temprano este proceso acaba topándose con límites: sobran unas cosas, y faltan otras.

Por lo tanto, y pese a nuestros tibios resultados de 2019, nos consuela el hecho de que las inmutables realidades de la ciencia, la geología y el agotamiento de recursos por el lado de la oferta, no podrán ser siempre ahogadas por la política de turno o la popularidad. Así es que, cada año que pasa sin que ocurra la reversión de resultados, solo agrava el desequilibrio de las industrias en las que invertimos, siendo la volatilidad de hoy una frustración temporal y probablemente incluso una condición previa *sine qua non* de la recompensa futura. Es precisamente, con el objetivo de aprovechar estas perturbaciones de mercado, con el que construimos nuestras carteras de inversión, para poder así monetizar y aprovechar la volatilidad y las modas, en lugar de convertirnos en sus víctimas.

Inversión pasiva, criterios ESG y posible impacto en los mercados

Actualmente, nos encontramos ante un universo de inversión con divergencias cada vez mayores entre las industrias más populares y las menos populares. Esta disonancia está efectivamente legitimada por la jerarquía de asignación de capital imperante, que define la volatilidad como riesgo, y en la que la inversión pasiva, "agnóstica" a toda valoración, se percibe como una alternativa muy superior a la gestión activa.

Adicionalmente, otro sistema de creencias actual requiere implementar una ortodoxia de firme compromiso con las normas percibidas como positivas en materia de responsabilidad social corporativa o ESG (*Environment, Social and Governance*), las cuales deberían formar parte de un proceso de inversión moderno. En nuestra opinión, las distorsiones creadas por estas modas son actualmente el principal responsable de las enormes e inexplicables disparidades de valoración en el mercado. Paradójicamente, son también estas externalidades y sesgos los que obstaculizan la eficiencia del mercado en la distribución del capital, por lo que, en cierto modo, deberíamos agradecerlos ya que crean y enriquecen las oportunidades de inversión, aunque sea a costa de exigirnos más paciencia.

El flujo de fondos de la gestión activa hacia la pasiva continuó en 2019, un año poco brillante para los gestores activos ya que, prácticamente, NINGUNO logró batir al mercado. De hecho, cerca de un tercio del rendimiento del S&P 500 provino de únicamente 6 acciones. Batir al mercado requería, pues, una sobreponderación de activos ya sobrevalorados que, por supuesto, se opone diametralmente a nuestro proceso de inversión. La resultante naturaleza del índice ha creado un círculo vicioso en el que éste supera el rendimiento de los gestores activos, muchos de los cuales se ven obligados a capitular para proteger su negocio en detrimento de la preservación de su filosofía de inversión. Este comportamiento realza la preponderancia de los flujos frente a la valoración. Cuando la valoración deja de ser importante, es inevitable que surjan graves errores en la formación de precios. Del mismo modo, la obsesión por neutralizar la volatilidad y un entorno de tipos deprimidos lleva a justificar que un tipo de compañías coticen a valoraciones que nos parecen claramente excesivas.

En este contexto nos resulta perfectamente lógico haber encontrado las oportunidades de inversión fuera de los índices, en sectores que presentan características cíclicas o de cierta volatilidad, como la energía, la industria extractiva y el transporte marítimo, que actualmente representan la mayoría de nuestra cartera. Este es, en nuestra opinión, el "punto dulce" del mercado, donde todos los elementos empíricos, como la baja valoración, se encuentran con los

psicológicos, todo ello, coronado por una actividad de venta forzosa que es la semilla de sólidos rendimientos futuros según nuestra experiencia.

Asociado a las externalidades de la inversión pasiva en la determinación de precios está el fenómeno de la inversión socialmente responsable o ESG por sus siglas en inglés, un estilo de inversión que tiene en cuenta criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno corporativo. Aunque las intenciones son buenas, igual que es el propósito original de la inversión pasiva de defender los intereses de los inversores por encima de la remuneración de los gestores, creemos firmemente que muchas consecuencias imprevistas de la ESG son igualmente parasitarias para la determinación de precios.

En primer lugar, respecto a los efectos medioambientales, existe una narrativa de que las compañías mineras y energéticas son intrínsecamente antagónicas al medio ambiente, y por ello tal narrativa aconseja no invertir en ellas; se frustra así la disponibilidad del imprescindible capital … creando una probable escasez a futuro. En realidad, muchos proyectos mineros ofrecen empleo y oportunidades a regiones desfavorecidas, por no hablar de que la minería moderna está dotada de meticulosos sistemas de rehabilitación y recuperación, de tal forma que los proyectos se suelen traducir en algo positivo tanto para las economías regionales como para sus habitantes.

La inversión socialmente responsable plantea turbias preguntas sobre lo que supone una inversión responsable y socialmente armoniosa. Las industrias energéticas y extractivas ya han descubierto y agotado los yacimientos obvios y tradicionales, quedando por explorar regiones mucho más recónditas del mundo. Estas regiones tendrían muchas dificultades para atraer inversión de otro modo; igualmente, la inversión industrial crea riqueza y empleos que, de lo contrario, dejarían a la población local empobrecida. Tomemos como ejemplo la inversión de Agnico Eagle en la región de Nunavut, que ahora representa un 30% del PIB de la provincia más pobre y dura de Canadá. O el reciente éxito exploratorio en Guyana por los hallazgos de Exxon en Starboek y de Tullow en Orinduik, que podrían dotar a un país que apenas alcanzó un PIB per cápita de 1.000 dólares en 2004, con más de 10.000 millones de barriles de petróleo. Consideramos que estos prodigiosos recursos naturales y su consiguiente comercialización son una bendición para las poblaciones más desfavorecidas y un camino fundamental para mejorar su calidad de vida.

Por último, el buen gobierno corporativo ha sido y será siempre una cuestión clave para Azvalor. Consideramos de fundamental importancia enfocarse en la alineación de intereses entre accionistas y equipos de gestión, y sólo invertir en empresas con programas de cumplimiento normativo muy perfeccionados. Existen muchas compañías pequeñas en el sector de los recursos naturales que muestran un flagrante abuso de los derechos de los accionistas minoritarios; obviamente, éstas serán diligentemente filtradas como parte de nuestro proceso de inversión.

En conclusión, la inversión bajo criterios de ESG debe ser considerada sobre una base idiosincrática, caso por caso, siendo nuestra creencia que en la actualidad muchas industrias están siendo ignoradas y privadas de capital por razones caprichosas y superficiales, cuando al mismo tiempo, son administradoras ejemplares de capital que por lo tanto deberían ser recompensadas.

Nuestras carteras

Nuestras inversiones en energía, uranio y carbón se vieron "puestas a prueba" en 2019. En el sector del petróleo, en el que la evolución de la cotización de Tullow ha generado una contribución negativa de 4,8%, observamos lo siguiente:

- La demanda de crudo, ha crecido más de un 1% en 2019 y se estima un incremento similar a medio plazo.
- La inversión en petróleo y gas sigue estando extremadamente deprimida, alrededor de un 50% por debajo de los niveles anteriores a 2014.
- En el año 2019 se descubrieron 12.000 millones de barriles, incluidos los de gas, frente a los 56.000 millones de barriles equivalentes de consumo, lo que ha generado una fuerte reducción de reservas, situación que se agrava por la falta de inversión en nuevos proyectos de exploración.
- Además, el incremento de nueva capacidad de refino mundial ha añadido 2,2 millones de barriles de demanda al día, incremento al que hay que añadir el crecimiento de las importaciones de petróleo de China.
- En cuanto a la producción del petróleo esquisto *(shale)* continúan las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en su producción, por varias razones como la falta de financiación, señales de agotamiento de los mejores pozos cuya actividad de perforación ha disminuido un 30%, el progresivo agotamiento del inventario de pozos perforados, pero no completados (DUCs) y, por último, el empeoramiento de las productividades.

Todos estos factores apuntan a una más que probable necesidad de nuevos proyectos petrolíferos en aguas profundas, que, junto a unos 3 millones de barriles por día de declino natural, deberían servir para ayudar a mantener los precios de referencia del petróleo y favorecer a actores como Tullow, Kosmos y Geopark.

Curiosamente, el precio del petróleo en 2019 subió un 34,1% y superó el rendimiento del S&P 500 del 31,5% (incluyendo dividendos), a pesar de lo cual, TODO el sector energético americano, en su conjunto, tiene una capitalización bursátil similar a la de Apple, dato que pone de manifiesto la penalización que sufre el sector *Oil&Gas* en sus valoraciones.

Pese a que Tullow efectivamente ha tenido malos resultados operativos en el último trimestre publicado, ha sufrido un castigo excesivo, en gran parte consecuencia de la venta indiscriminada de fondos de dividendo tras el recorte anunciado (decisión que nos parece acertada). Tullow debería ser capaz de superar su objetivo de producción a medio plazo; cotiza con un descuento de casi el 50% sobre el valor de sus activos en producción, y además el mercado asigna valor cero a los activos de exploración, así como a Uganda y Kenia, todos los cuales tienen un valor potencial y realizable hoy en día. Tras la caída, Tullow vale en bolsa $975mn y espera generar $150mn flujo libre de caja con el crudo a 60$ (PER 6,5x). En nuestro escenario base de un crudo a 75$/barril, estimamos que Tullow generaría casi 400mn$ (PER 2,5x). A pesar de que la empresa ha fracasado en sus proyectos de PROSPECCIÓN (una de las razones del castigo), creemos que su cartera de activos en PRODUCCIÓN únicamente nos permitirá recuperar nuestra inversión. Si además el crudo alcanza nuestro escenario base de 75$/barril en los próximos 2-3 años, entonces la TIR de esta inversión estará en línea con nuestra media histórica.

Consol Energy restó 4,6% de rendimiento a la cartera internacional. La industria del carbón térmico ha tenido un comportamiento bajista en 2019, en línea con la caída de los precios de realización del *commodity* en los mercados de exportación. La narrativa predominante induce a pensar en un futuro desalentador para el carbón, con una tendencia hacia el gas natural como sustituto con menor contenido de carbono y cotizando, a su vez, a precios deprimidos. Pero los datos ofrecidos por la AIE señalan que la producción de carbón en 2019 se mantuvo estable respecto a 2018, en 5.450 Mtce, impulsada por el fuerte crecimiento tanto de la India como del sudeste asiático, y se espera que tenga un crecimiento positivo en 2020. Según la multinacional Glencore, el carbón representa un 26% del suministro de energía primaria mundial en la actualidad, cifra que podría descender en su peso porcentual hasta un 22% en 2030, mientras que el volumen en términos absolutos de carbón seguirá creciendo a medida que los niveles de demanda de energía totales aumenten.

Es cierto que las energías renovables serán una parte importante y creciente del mix de generación, pero trabajarán junto con la generación de energía térmica derivada del carbón, por su condición de energía de base *(baseload)*, con la garantía de ser una energía sin intermitencias. Y aunque se están desarrollando soluciones novedosas de baterías para almacenar la generación renovable, estas están todavía muy lejos de ser productivas; según Mark Mills, del Manhattan Institute, la producción anual de la *Gigafactory* de Tesla solo produciría "tres minutos de la demanda

anual de electricidad de los Estados Unidos". También según Mills, 200.000$ de baterías, con un peso superior a 10.000 kilos, almacenarían tanta energía como un barril de petróleo.

Así pues, guiándonos por los datos que dictan la ciencia y la física y, ante la ausencia de inversión de capital en el sector (los costes de capital para la financiación de nuevos proyectos de carbón superan al 30%), pensamos que el carbón sufrirá un déficit de producción. Lo anterior dará lugar, a su vez, al próximo ciclo alcista para el que Consol Energy es una de las compañías mejor posicionadas. La compañía tiene los mejores márgenes unitarios de entre todos los productores estadounidenses. Además, la estrategia conservadora de ventas de Consol le protege ante la volatilidad de precios ya que casi toda su producción del 2020 y parte de la del 2021 está vendida por adelantado a precios elevados. Esto debería ayudar a la compañía a capear el descenso cíclico y continuar desapalancando oportunamente su balance a través de programas de recompra selectiva de instrumentos de crédito en manos de vendedores forzosos, algunos de los cuales ya no pueden tener carbón debido a las preocupaciones en materia de ESG. Se trata de una transferencia de valor *de facto* de un tipo de inversor (los vendedores forzados) a otro, compradores pacientes como Azvalor, que aborda la inversión sin prejuicios y siempre con el universo que determina la legalidad, más que la corrección política.

Cameco restó 1,6% a pesar de ser un año excelente para la industria de la energía nuclear y de haber vivido un recorte sin precedentes en el suministro de los principales productores mundiales de uranio.

La conferencia de la Asociación Nuclear Mundial celebrada en Londres el pasado mes de septiembre presentó el último Informe de combustible nuclear que mostró claramente que la caída en demanda tras el accidente de Fukushima ya se ha recuperado. Y no sólo eso, sino que, además, la generación de energía nuclear a nivel mundial se encuentra en expansión. Se trata de una industria en crecimiento, crucial para mantener una energía limpia (no genera emisiones de CO2), y segura para el mundo. La previsión de crecimiento de generación de energía nuclear para los próximos años es del 2%, de forma que el parque nuclear alcanzará los 569 GW en 2040 o un aumento de más del 50% con respecto a los niveles actuales. La energía nuclear es, por supuesto, la segunda mayor fuente de generación eléctrica libre de emisiones, con un 10%, por detrás de la hidroeléctrica, con un 18%, y es la fuente de generación no intermitente que proporciona estabilidad a la red y es esencial para la transición energética hacia el objetivo de descarbonización de las sociedades desarrolladas.

El desarrollo de la humanidad, históricamente, ha estado íntimamente relacionado con la disminución en la densidad de las fuentes de generación energética; según Vimy Resources, una sola pastilla de combustible nuclear tiene el mismo contenido energético que 564 litros de

petróleo, 1.000 kg de carbón y 481 metros cúbicos de gas natural. Para competir con la energía nuclear, dejando de lado la generación continua y estable de ésta, las energías renovables requieren de unas instalaciones de molinos de viento absolutamente inviables para una base de producción equivalente. Según NexGen, el mayor parque eólico del mundo, con una superficie de 375 km2, genera 1,75 MW por km2 de energía, mientras que en la mayor planta nuclear del mundo se producen casi 2.000 MW por km2 de energía, lo que supone una mejora de la productividad en la generación de energía de más de 1.100 veces. Las centrales nucleares consumen aproximadamente 170 millones de libras de U308 (uranio enriquecido) al año, que actualmente se obtiene mediante un suministro primario de 120 mn de libras y un suministro secundario de 20mn de libras; el déficit de producción resultante se cubre con inventarios.

La disponibilidad de suministros secundarios está progresivamente agotándose y la disciplina (con importantes recortes de producción) de productores como Cameco y Kazatomprom obliga a "tirar" de inventarios, eliminando así la sensación de abundancia de las reservas de uranio. La cantidad de inventarios es un punto de discusión, pero es muy probable que la cantidad verdaderamente comercial (disponibles y móviles) sea sustancialmente menor de lo que se pensaba, situando su mercado en una eventual situación de escasez. Con alrededor del 70% de la curva de producción primaria global vendiendo por debajo de coste y con precios de incentivo para nuevas inversiones de al menos 3 veces los precios *spot* actuales, creemos que sigue habiendo un gran potencial de reversión en el valor de las acciones de las mineras de uranio.

Cameco es una de las mayores compañías mineras de uranio y con las mejores minas en Norteamérica, pero consideramos que está claramente infravalorada y más siendo un productor occidental en un mercado en el que la procedencia del uranio puede ser más importante que nunca. Esperamos ansiosamente la conclusión del grupo de trabajo de EE.UU. en lo que respecta a la política energética del país y concretamente en cuanto a la producción de uranio "autóctono", en un año 2020 en el que también está pendiente el acuerdo de suspensión que prohibiría el uranio procedente de Rusia, y de si Occidente seguirá pasando por alto el programa de uranio de Irán a través de la ampliación de las exenciones.

Conclusión

Nuestras ponderaciones sectoriales y bursátiles representan una posición muy alejada del consenso y de los principales índices. El consenso es que el petróleo, el gas, el transporte marítimo, el carbón y el uranio, tienen mucho riesgo. Nosotros creemos que siguen siendo sectores muy necesarios y, que al no gozar de popularidad, tienen menos margen para decepcionar, sus acciones sufrirán menos reveses y resultan, por ende, menos arriesgadas por norma general que los índices, en los que tras las subidas vemos muchos riesgos.

Ya los observábamos antes de la subida de 2019, y ahora los consideramos todavía más graves. Resulta irónico que se considere de bajo riesgo la gestión pasiva en un momento en el que el índice nunca ha cotizado con una prima tan elevada, lo que casi garantiza una rentabilidad nula a largo plazo. Pagar de más por cualquier cosa resulta un error en términos de futuro retorno. Dicho de otro modo y en contra de la opinión generalizada, creemos que el mercado en sentido amplio definido como "el índice", nunca ha sido una inversión de tanto riesgo, mientras que los sectores desfavorecidos, vapuleados por los efectos de la inversión pasiva y la ESG, constituyen una gran oportunidad con una relación riesgo/retorno muy asimétrico (poco riesgo y mucho retorno esperado).

Llevar la contraria obliga a aceptar episodios de volatilidad, que acaba siendo el "precio" a pagar para aspirar a un retorno significativo. Una vez más, los hechos de la vida real siguen ratificando nuestra construcción de carteras y nuestra filosofía de inversión, mientras los hechos bursátiles (lo que sube y lo que baja) lo contradicen. Ya sucedió en la burbuja puntocom, y en la burbuja inmobiliaria española. Ahora está tardando más la reversión, y la necesidad de un esfuerzo de paciencia es mayor. Esa paciencia no obstante tiene donde anclarse:

En primer lugar, activos comparables a los nuestros se venden con primas sustanciales respecto a las valoraciones de mercado, la más pura afirmación de su valor intrínseco.

En segundo lugar, el pesimismo en las acciones (por ejemplo Tullow, Consol) no "casa" con las probabilidades de impago implícitas en los instrumentos de deuda de esas compañías.

Y, en tercer lugar, tratamos constantemente de cuestionar la validez de nuestros planteamientos según va transcurriendo el tiempo. Los precios de mercado de nuestra cartera son tan atractivos que no requieren que tengamos *"toda la razón":* basta con no estar *totalmente equivocados* para que alcancemos rentabilidades muy importantes.

Por último, tenemos una de las carteras más liquidas de nuestra trayectoria. Esto es muy importante en el momento actual, ya que el inversor paciente no se vería afectado en el caso de que otros coinversores decidieran deshacer su inversión.

Área de Administración y Negocio y novedades de Azvalor

Durante 2019 hemos seguido robusteciendo nuestra plataforma operativa, tanto desde el punto de vista tecnológico, con mejoras en la infraestructura y seguridad, como de funcionalidad, ampliando la información que ponemos a disposición de los inversores en la zona privada de la web y facilitando la operativa.

Dicha robustez de los sistemas nos ha permitido mejorar la calidad en los procesos disminuyendo con ello el riesgo operacional. Durante el año 2019, habiendo gestionado más de 12.000 operaciones, hemos tenido sólo una incidencia que ha supuesto reclamación al Servicio de Atención al Cliente.

La digitalización de la operativa ha sido fundamental para conseguir esa eficiencia. Actualmente procesamos más del 90% de las operaciones adicionales de forma totalmente digital mediante firma por código recibido a través de sms.

En línea con nuestro objetivo de facilitar el ahorro a largo plazo se ha incrementado notablemente el volumen de operaciones periódicas en fondos de inversión superando las 1.000 transacciones. El trámite para ejecutar esta operativa es muy sencillo y sólo exige inicialmente la ejecución de dos autorizaciones (una con Azvalor y otra con la entidad bancaria del inversor) activando a partir de entonces y de forma automática la aportación recurrente, estrategia que nos parece muy adecuada para ahorrar a largo plazo.

Hay que destacar las más de 2,2 mn de visitas que hemos recibido en nuestra web de Azvalor en el año, contando con más de 600.000 usuarios. Este elevado nivel de actividad se ha extendido también a nuestro canal de Youtube (AzvalorYou). Los videos que hemos editado han tenido más de 235.000 visualizaciones, sumando un total de unos 3,5 mn de minutos.

Seguiremos trabajando en 2020 para mejorar nuestros sistemas y procesos y esperamos poder comunicarles pronto algunas nuevas funcionalidades encaminadas a facilitar la operativa con Azvalor.

En el área de negocio, lo más destacable del año 2019 ha vuelto a ser el respaldo de nuestros coinversores. En un año complicado en lo que a la evolución relativa de nuestros fondos respecto a los mercados se refiere, hemos tenido más de 1.100 partícipes nuevos que han decidido confiar en Azvalor para la gestión de sus ahorros. Y como ya ha ocurrido en el pasado, los momentos de peor comportamiento del valor liquidativo, han sido los de mayor actividad, confirmando una vez más el respaldo de nuestros coinversores. Aunque en aras de una total transparencia, también

hemos tenido, por primera vez desde nuestro inicio de actividades como Azvalor, la pérdida de un buen número de partícipes. A unos y a otros les agradecemos su confianza y reiteramos nuestro compromiso de seguir trabajando en beneficio de sus ahorros, invertidos juntos a los nuestros en los fondos que gestionamos.

La razón de existir de Azvalor es, en esencia, la combinación entre la confianza de los coinversores y un método, que no es más que la forma de proceder siguiendo una filosofía, un minucioso proceso de inversión. Este mismo proceso es el que llevamos aplicando más de dos docenas de años. Y por mucho que no siempre cristalice en los resultados, tenemos plena confianza en su vigencia y total validez.

A modo de ejemplo, y analizando la cartera de Azvalor Internacional, observamos como desagregando la rentabilidad del 5,4% obtenida en el 2019, comprobamos que más de 50 compañías que están, o han estado en la cartera, arrojan un resultado positivo agregado en el año de más del 20%, con más de 20 compañías que acumulan ganancias sobre su precio medio de compra superiores al 40% y 9 compañías con ganancias del 60% o más (algunas de ellas ya realizadas pues ya no están en cartera tras su buen comportamiento). Por el contrario, las empresas con signo negativo son 22 (y suman cerca de una caída cercana al 15% para el fondo) pero sólo 4 de ellas representan el 80% de esa rentabilidad negativa. Y estas cuatro compañías siguen en cartera con la total confianza en que no son una pérdida permanente y que a los precios actuales suponen una oportunidad. A pesar de esas caídas (esperamos temporales) seguimos teniendo la firme convicción de que recuperaremos la inversión inicial incluso con ganancias.

Estos datos nos generan la suficiente confianza como para confirmar que nuestro proceso funciona correctamente y que la rentabilidad ya cristalizada de la cartera dista en mucho de nuestra rentabilidad esperada calculada en base a la valoración de los activos. Ya sabemos por trabajos que lo demuestran (ver el estudio de Tweedy Browne Company LLC – *"What has worked in Investing")* que el 80%~90% de la rentabilidad de un fondo se genera entre el 2% y el 7% de la duración de la inversión. Pero no sabemos cuándo es ese momento. De ahí la necesaria paciencia y confianza en el proceso y en los activos.

Por otra parte, nuestro compromiso con el ahorro a largo plazo cada vez es mayor, así como nuestra preocupación por la sostenibilidad de las pensiones de los españoles, tema este largamente debatido por la opinión pública, pero no tan conocido por los ahorradores. Por ese motivo hemos puesto en marcha una encuesta entre nuestros inversores para saber y dar a conocer mejor los datos que afectan a nuestra jubilación con el fin de aportar nuestro grano de arena para crear conciencia acerca de la necesidad de acumular un capital para nuestra jubilación. Daremos cumplida cuenta de las conclusiones de ese trabajo a lo largo del presente año.

También continuamos comprometidos, y manos a la obra, con proyectos que difunden la educación financiera/inversora, como demuestra la celebración del 2º Curso de Verano de la Universidad Complutense de Madrid dirigido por Azvalor, la promoción y traducción de libros dedicados a la formación en materia de inversión y más recientemente la firma de colaboración con la asociación Madrid Invest (Argent Spain), con el fin de promover el conocimiento de las inversiones dentro del ámbito universitario.

Por último, y no menos importante, nuestro compromiso con la ayuda a los más necesitados a través de nuestra plataforma Davalor en colaboración con África Directo. En 2019 hemos aportado 509.000€ a proyectos gestionados por Davalor/África Directo. La totalidad de los fondos aportados han sido destinados a 23 proyectos en más de 10 países, entre los que destacan la construcción y acondicionamiento de escuelas, renovación de infraestructuras en hospitales y dormitorios, instalaciones solares, compra de material educativo para colegios y tratamientos médicos. En total, más de 92.000 personas, junto a sus familias y comunidades, se han visto beneficiadas gracias a la labor social del fondo. A todos aquellos que han participado en estas iniciativas y al equipo de África Directo, nuestro más profundo agradecimiento.

Nos despedimos emplazándoles asistir a nuestra 5ª Conferencia Anual de Inversores, en Barcelona y Madrid, que tendrá lugar en los primeros días del próximo mes de marzo. De las fechas de estos actos, les informaremos en breve.

Equipo Azvalor