

Aion Investment Primer Semestre 2023

El primer semestre de 2023 estuvo marcado por un proceso de **recuperación en los índices globales**, especialmente en el **sector tecnológico**, tras la corrección registrada en 2022. El **MSCI World en euros** registró una rentabilidad del **9,4 %**, mientras que el **S&P 500** avanzó un **13,6 %**, impulsado principalmente por siete grandes compañías tecnológicas: **Apple, Microsoft, Google, Amazon, Nvidia, Meta y Tesla**, destacando **Nvidia con un 170 % de revalorización**.

Uno de los acontecimientos más comentados del semestre fue la **quiebra de varios bancos regionales en Estados Unidos**, entre ellos **Silicon Valley Bank y First Republic**, resultado de una **gestión del riesgo deficiente** que quedó al descubierto tras la **rápida subida de los tipos de interés** y se agravó con la **acelerada retirada de depósitos**. Si bien no contamos con **exposición directa al sector bancario**, mantenemos posiciones en **Fairfax y Markel**, aseguradoras del ámbito financiero con sensibilidad a la evolución de los tipos de interés, así como en **Apollo**, una compañía de financiación alternativa que, aunque no es un banco tradicional, basa su modelo de negocio en la provisión de capital.

Las tres compañías se vieron inicialmente afectadas por el deterioro del sentimiento tras el colapso de Silicon Valley Bank. No obstante, el mercado fue capaz de **diferenciar rápidamente entre los distintos modelos de negocio**, y como resultado, estas posiciones se han recuperado con fuerza y actualmente **cotizan cerca de nuevos máximos**.

Frente a este contexto, nuestra **cartera alcanzó una rentabilidad del 13,4 %** durante el primer semestre, un desempeño sólido que, en términos anualizados, supera nuestro objetivo de generar un **15 % anual a largo plazo**. Las contribuciones más importantes vinieron de compañías que habían sido castigadas el año anterior, como **Spotify**, que se revalorizó más del **90 %**, y **Airbnb**, con un avance cercano al **50 %**, mientras que **Markel** tuvo una rentabilidad cercana a cero debido a su **exposición a los tipos de interés**.

Sin embargo, más allá de la rentabilidad, lo verdaderamente determinante en nuestra toma de decisiones es un principio que guía cada paso de la estrategia: **la protección del capital**.

¿Qué entendemos por protección del capital?

En **Aion Investment**, la **protección del capital** significa **mantener el valor real de las inversiones** y evitar pérdidas que comprometan la continuidad de nuestra estrategia. Más allá de la volatilidad del mercado, lo esencial es **asegurarse de que el capital siga disponible para aprovechar oportunidades futuras y generar valor a largo plazo**.

Por eso **evitamos el apalancamiento**, aumentar la exposición mediante deuda **incrementa la probabilidad** de que una caída de mercado se convierta en una pérdida irreversible. Una pérdida significativa no solo **reduce el capital**, también **consume tiempo**. Por ejemplo, una

pérdida del 30 % exige luego más del 42 % de rentabilidad solo para volver al punto de partida, un esfuerzo que **puede tomar varios años en recuperarse**.

Ahora bien, es importante subrayar que **una caída del 30 % en el precio de mercado de una compañía no implica necesariamente una pérdida permanente de capital**. En una cartera como la nuestra, concentrada y con posiciones de baja liquidez, es normal atravesar episodios de mayor volatilidad, incluso caídas superiores a las del mercado, sin que ello suponga un riesgo real mayor.

Imagina que compras una buena empresa, sin deudas, bien dirigida y a un precio justo. Un año después, el banco central sube los tipos de interés y el mercado cae un 10 %. La cotización de nuestra empresa baja un 20 %, no porque le vaya peor, sino porque tiene poca liquidez, y eso hace que el precio se mueva más.

Aun así, **la empresa sigue igual o incluso mejor**: produce lo mismo, tiene más empleados y vende más. En los modelos tradicionales de riesgo parecería una inversión más peligrosa, porque su precio se mueve mucho más (su volatilidad sube del 15 % al 40 %). Pero, en realidad, **el riesgo es menor**, porque ahora puedes comprar el mismo negocio o uno mejor con un **descuento del 20 %**.

La volatilidad del mercado es inevitable y suele verse amplificada por un rasgo profundamente humano: la búsqueda de recompensas inmediatas y de resultados rápidos. Esta impaciencia lleva a muchos inversores a tomar decisiones precipitadas, vendiendo en momentos de pánico y comprando en fases de euforia, **transformando pérdidas temporales en permanentes** y provocando, en última instancia, **una innecesaria destrucción de capital**.

En este contexto, una de las herramientas más poderosas para mejorar los resultados como inversores es, sin duda, **la paciencia**. Esta cualidad nos protege del ruido diario y nos ayuda a evitar decisiones impulsivas. Un ejemplo que ilustra de manera tangible este efecto es el estudio *Mind the Gap* de Morningstar, con datos al 31 de diciembre de 2022: mientras los fondos y ETFs en los que invertían los partícipes generaron una rentabilidad anual del 7,7 %, los inversores promedio obtuvieron solo un 6,0 %, debido principalmente a entradas y salidas en los peores momentos. Aunque la diferencia de 1,7 puntos porcentuales al año pueda parecer pequeña, en un horizonte de 10 años se traduce en resultados muy distintos: 100 dólares invertidos en los fondos se convirtieron en aproximadamente 210 dólares, mientras que los inversores promedio vieron crecer la misma inversión solo hasta 179 dólares. Este ejemplo evidencia cómo **la paciencia y la disciplina pueden marcar una diferencia notable en la rentabilidad final**.

En resumen, si logramos **pensar diferente al resto del mercado**, cultivando **paciencia** y enfocándonos en el **desarrollo de nuestras compañías**, la volatilidad deja de ser un problema y se convierte en una **fuentes de oportunidades**. Cuando somos capaces de identificar caídas de precio provocadas por pánico o decisiones irracionales, podemos aprovecharlas para **comprar con descuento**, lo que a su vez **reduce el riesgo de la cartera y aumenta el potencial de rentabilidad**.

Cartera a 30/06/2023:

Nombre Empresa	Peso
Fairfax Financial	20.76%
Markel	19.17%
Airbnb	17.76%
Spotify Tech	14.83%
Apollo Global Management A	13.10%
MedCap	8.24%
Rightmove	6.14%

En este primer informe me gustaría hablar de una empresa en cartera que refleja de forma clara lo que buscamos en una compañía: **Fairfax**. Es una empresa aseguradora reconocida por su sobresaliente capacidad para **asignar capital de manera eficiente**, respaldada por un equipo directivo con gran experiencia y un nivel de **transparencia ejemplar**.

Una de las mejores formas de entender esta disciplina en la asignación de capital es analizar cómo Fairfax gestionó su cartera de renta fija en los años previos a 2022. Para comprenderlo, conviene partir de una idea sencilla: **un bono es, en esencia, un préstamo a largo plazo con un interés fijo**.

Cuando los tipos de interés son bajos, resulta tentador comprometer el capital a plazos largos para obtener algo más de rentabilidad. El riesgo aparece cuando los tipos suben. En ese momento, los nuevos bonos ofrecen intereses más altos y los bonos antiguos, con tipos inferiores, **pierden valor**. Cuanto más tiempo quede hasta su vencimiento, mayor será esa pérdida. Este efecto es lo que en inversión se conoce como **duración**.

En 2022, muchas aseguradoras mantenían carteras de renta fija con una duración media cercana a **4,3 años**, lo que las dejó especialmente expuestas cuando los tipos de interés subieron con fuerza. Fairfax, en cambio, había optado por una estrategia mucho más prudente, manteniendo una **duración muy corta, de apenas 1,2 años**, aun a costa de aceptar menores rentabilidades durante varios años.

Esta decisión conservadora, **está demostrando su valor a medida que el entorno cambia**. Al mantener vencimientos más cercanos, Fairfax se encuentra en una posición privilegiada para **reinvertir su capital a tipos más altos**, reduciendo el impacto negativo que la subida de tipos está teniendo sobre gran parte del sector. El impacto en 2022 fue evidente: mientras una gran parte del sector asegurador vio caer su valor contable entre un **15 % y un 20 %**, **Fairfax no solo evitó ese deterioro, sino que logró incrementar en un 6 %**.

A pesar de esta destacada gestión, el mercado aún no refleja plenamente el valor real de Fairfax. Desde nuestro punto de vista, la compañía sigue cotizando a una valoración atractiva, en torno a **0,9 veces su valor en libros**, es decir, **por debajo del valor contable de sus activos netos**. Esto nos permite invertir con un margen de seguridad significativo,

comprando activos de alta calidad con descuento y con un importante potencial de revalorización cuando el mercado reconozca su verdadero valor.

Sin embargo, la oportunidad más interesante se encuentra precisamente en la **cartera de renta fija**, que a cierre de 2022 era aproximadamente **40.000 millones de dólares** y representaba cerca del **70 % de la cartera de inversiones** del grupo. En ese momento, esta cartera ofrecía un rendimiento medio de apenas entre el **1 % y el 1,5 %**, acorde con el entorno de tipos de interés de 2021 y principios de 2022.

Tras la subida de tipos, el panorama cambia de forma sustancial. A lo largo de 2023 se espera que haya vencido prácticamente toda la deuda contratada a tipos bajos y, de cara a 2024, esta misma cartera podría estar generando **rendimientos cercanos al 4 % o 4,5 %** sobre esos 40.000 millones de dólares. En términos absolutos, esto implica que los ingresos anuales procedentes de la renta fija podrían pasar de unos **600 millones a cerca de 1.800 millones de dólares**, lo que equivale aproximadamente a un **15 % del valor neto de los activos** de la compañía.

En otras palabras, compramos la compañía a 90 cuando su valor real es 100. Como la empresa genera 15 de flujo anual sobre su valor real de 100, un inversor que pagó 90 recibe ese mismo flujo de 15, lo que se traduce en un **rendimiento efectivo cercano al 17 %**. Este efecto funciona como un **apalancamiento natural**, ya que invertir con descuento aumenta la rentabilidad sin asumir riesgo adicional.

Tomando como referencia tanto comparables del sector como el promedio histórico de valoración de la propia compañía durante la última década, estimamos que una aseguradora de la calidad de Fairfax debería cotizar **al menos a 1,25 veces su valor en libros**, lo que implica un **potencial de revalorización cercano al 40 %** desde los niveles actuales. Mientras ese ajuste de valoración se materializa, creemos que podemos esperar con paciencia, recibiendo una **rentabilidad anual superior al 15 %**, sustentada en una combinación poco habitual de **preservación de capital**, mejora estructural de resultados y una **asignación de capital disciplinada**.

Otro ejemplo de una compañía que tenemos en nuestra cartera es **Spotify**, en la cual **aumentamos posición a comienzos del año**. La empresa fue una de las más castigadas durante la venta masiva de tecnológicas en 2022, cuando los bancos centrales adoptaron políticas monetarias mucho más restrictivas de lo previsto. Al seguir registrando pérdidas contables, muchos inversores la agrupan erróneamente con las compañías “que queman dinero y nunca serán rentables”. Sin embargo, consideramos que esta visión es superficial. **Spotify cuenta con un negocio sólido, una base de 500 millones de usuarios activos que crece alrededor del 20 % anual y un modelo con un potencial de rentabilidad a largo plazo subestimado por el mercado**.

A primera vista, sus resultados pueden parecer decepcionantes: en 2022 registró un **resultado operativo negativo de 600 millones de dólares**. No obstante, una revisión más detallada nos permite ver que **1.500 millones se destinaron a publicidad y marketing**, partidas que, más que gastos, son **inversiones en crecimiento futuro y en la mejora de la experiencia del usuario**. Además, este tratamiento contable genera **créditos fiscales** que beneficiarán los próximos ejercicios.



Uno de los argumentos más comunes entre los **inversores escépticos** del negocio de Spotify es que la empresa tiene una **capacidad limitada para mejorar sus márgenes brutos**. Coincidimos en que existe **poco margen para expandirse**. Sin embargo, la compañía cuenta con un **elevado apalancamiento operativo**: cada nuevo usuario **contribuye casi el 100 % de su margen bruto al beneficio neto**, dado que el **coste marginal por usuario adicional es prácticamente nulo**. En el largo plazo, esta dinámica podría traducirse en un **margen neto cercano al 20 %**.

Bajo este escenario, **estamos comprando una empresa que actualmente vale unos 30.000 millones de dólares**, aunque a comienzos de año pudimos incrementar nuestra posición por debajo de los 25.000 millones. A futuro, **Spotify podría generar más de 25.000 millones en ventas anuales y más de 5.000 millones en beneficios** dentro de 4 o 5 años. En otras palabras, **estamos adquiriendo un negocio de alta calidad a solo cinco seis veces sus beneficios futuros**, una valoración que consideramos atractiva. si lo comparamos con otras empresas de software como netflix , sería razonable un precio de 17 - 18 veces beneficios unos 90 billones de dólares, una revalorización de 200% desde el precio actual .

Además, **Spotify cuenta con varias palancas adicionales** que podrían impulsar aún más su rentabilidad, y que ni siquiera hemos incluido en nuestro escenario base. Entre ellas destacan la **renegociación de royalties**, que le permitiría aumentar su participación en los ingresos aprovechando la información y datos que ofrece a las discográficas, y el **crecimiento de sellos independientes**, con menor poder de negociación. Adicionalmente, su **Marketplace** brinda a los sellos la posibilidad de pagar por mayor visibilidad dentro de la plataforma, generando **ingresos adicionales con márgenes elevados**.

Andres Ospina

Disclaimer: La información que comparto aquí refleja únicamente nuestra visión y forma de analizar los mercados, y no debe interpretarse en ningún caso como una recomendación personalizada ni como una invitación a comprar o vender valores. Las opiniones y ejemplos mencionados son únicamente informativos y pueden cambiar con el tiempo. Cada inversor tiene circunstancias, conocimientos, objetivos y tolerancia al riesgo diferentes, por lo que es importante contrastar esta información y, si fuese necesario, acudir a un asesor financiero regulado antes de tomar decisiones de inversión.