



**Javier Sáenz de Cenzano**

Gestor de Azvalor Managers FI

Estimado coinversor:

Ante todo, le agradezco su interés y confianza en **Azvalor Managers**. El fondo ha cerrado su primer año completo de vida con una revalorización del 9.5%.

Durante el año se han producido hechos importantes como el lanzamiento en verano de la versión del fondo en Luxemburgo, o su consolidación en términos de tamaño y copartícipes. En este sentido, **el tamaño del fondo se ha multiplicado por tres** (más de 21 millones de Euros a cierre de diciembre), mientras que el número de copartícipes se ha multiplicado por seis. Y más importante aún, hemos visto que en períodos de caídas del mercado algunos inversores han aprovechado para tomar o incrementar posición, demostrando su horizonte de inversión a largo plazo y su conocimiento sobre la naturaleza del fondo. Recuerde que **riesgo y volatilidad son cosas diferentes**, y si el activo subyacente no ha sufrido pérdidas permanentes de valor, las caídas en los precios pueden ofrecer oportunidades de entrada a los inversores, como sucedió el pasado agosto. De la misma forma, **los empleados de Azvalor** hemos aumentado nuestra posición en el fondo a lo largo del año y, en conjunto, **seguimos siendo el primer grupo inversor** del mismo, alineando de esa forma nuestros intereses con los de todos los copartícipes.

La cartera se terminó de construir en el primer trimestre del año, y la **rotación de nombres en cartera ha sido muy limitada a lo largo del año**, como es habitual en nuestros Managers, dada su vocación de inversión a largo plazo. El cambio más significativo ha sido la incorporación de algunas compañías nuevas en la cartera de Donald Smith & Co., con el objetivo de refrescar la cartera tras una revalorización muy importante, de casi el 40% en el conjunto del año. Aun siendo un período de tiempo muy corto para tomar cualquier conclusión relevante, la rentabilidad generada por este Manager es realmente significativa teniendo en cuenta que ha sido un año donde las compañías pequeñas y baratas (su área de inversión) han obtenido una rentabilidad, de forma agregada en el mercado, muy por detrás de las compañías grandes y caras; en otras palabras, **lo barato se ha abaratado, y lo caro se ha encarecido**, lo que contrasta con la lógica inversora y con la tendencia de los mercados de valores a largo plazo, como vemos en el siguiente cuadro:

Rentabilidades del mercado americano de acciones por Tamaño y Valoración (Price-to-Book) en 2019 (izquierda) y en los últimos 30 años (derecha)

2019 YTD							Last 30 Years								
US	Quintiles	Expensive			Cheap		Average	US	Quintiles	Expensive			Cheap		Average
		1	2	3	4	5				1	2	3	4	5	
Small	1	13.7%	7.4%	6.3%	7.4%	0.7%	7.1%	5.0%	12.1%	14.1%	16.9%	19.4%	13.5%		
	2	15.1%	22.2%	19.8%	12.5%	-3.0%	13.3%	7.1%	12.3%	14.7%	14.5%	14.2%	12.5%		
	3	25.4%	19.5%	23.9%	17.8%	6.4%	18.6%	8.2%	13.0%	12.9%	14.8%	15.7%	12.9%		
	4	25.6%	24.4%	21.3%	15.0%	10.9%	19.4%	10.3%	11.1%	12.1%	13.8%	13.2%	12.1%		
	5	25.3%	23.0%	23.6%	19.7%	14.0%	21.1%	9.5%	11.0%	11.7%	10.8%	12.4%	11.1%		
Average		21.0%	19.3%	19.0%	14.5%	5.8%		Average		8.0%	11.9%	13.1%	14.2%	15.0%	
Large	1	13.7%	7.4%	6.3%	7.4%	0.7%	7.1%	5.0%	12.1%	14.1%	16.9%	19.4%	13.5%		
	2	15.1%	22.2%	19.8%	12.5%	-3.0%	13.3%	7.1%	12.3%	14.7%	14.5%	14.2%	12.5%		
	3	25.4%	19.5%	23.9%	17.8%	6.4%	18.6%	8.2%	13.0%	12.9%	14.8%	15.7%	12.9%		
	4	25.6%	24.4%	21.3%	15.0%	10.9%	19.4%	10.3%	11.1%	12.1%	13.8%	13.2%	12.1%		
	5	25.3%	23.0%	23.6%	19.7%	14.0%	21.1%	9.5%	11.0%	11.7%	10.8%	12.4%	11.1%		
Average		21.0%	19.3%	19.0%	14.5%	5.8%		Average		8.0%	11.9%	13.1%	14.2%	15.0%	

Fuente: Ken French, proporcionado por Verdad Capital

Nuestro fondo tiene una elevada exposición a las áreas en rojo del cuadro de la izquierda, es decir a compañías baratas pequeñas y medianas, que han subido en conjunto menos que el resto en 2019, pero que son áreas que lo han hecho mejor, de forma agregada, en los últimos 30 años (en verde en el cuadro de la derecha). Sin tener que repetirse necesariamente la tendencia histórica, ni tener el fondo una exposición predefinida a ese segmento, pensamos que la cartera de Azvalor Managers **ofrece una buena oportunidad de inversión a largo plazo** teniendo en cuenta que la convicción de los Managers en las compañías (seleccionadas de forma individual a través de un análisis minucioso) es muy alta, la evolución de negocio y situación financiera de estas está siendo positiva, con algunas buenas noticias recientes (procesos de OPAs en Almacenes Éxito o Village Roadshow, por ejemplo), pero donde sus precios de cotización están muy lejos de reflejar su valor intrínseco. A nivel agregado **las valoraciones de la cartera son muy atractivas** y nos ofrecen un interesante margen de seguridad a largo plazo, como vemos, por simplificar, en el ratio Precio/Beneficios de 10.97 veces, frente al índice MSCI AC World de 18.26 veces, o en el ratio Precio/Valor en Libros de 0,77 veces, frente a 2,26 veces del índice (datos Morningstar a cierre de 2019). Pensamos que **los índices principales conllevan en estos momentos un riesgo de precio muy elevado**, que preferimos evitar; el active share del fondo frente al índice mencionado es cercano al 100% (es decir invierte prácticamente la totalidad de la cartera en compañías que no están en el índice), lo que provocará divergencias significativas en las rentabilidades de uno y otro, sobre todo a corto y medio plazo, como hemos visto en 2019. El **potencial de revalorización** del fondo (diferencia entre precio y valor estimado de la cartera) se sitúa en alrededor del 110%.

Una noticia que nos sorprendió en el último trimestre del año fue el **fallecimiento a los 78 años de Donald Smith**, fundador de la firma Donald Smith & Co, que es uno de los cuatro Managers que forma parte del fondo. En el anexo de esta nota tiene una columna que publicamos en la revista Funds People respecto a la gran persona que fue Donald, tanto a nivel de figura legendaria en el mundo de la inversión como, sobre todo, en relación a su aportación a una impresionante labor social. En lo que concierne al fondo Azvalor Managers, hay que destacar que **Richard Greenberg, Codirector de Inversiones, lleva 38 años en la firma** y queda al frente de la misma, liderando un equipo de profesionales que ha sido muy estable y sólido a lo largo de los años. Todos los miembros del equipo forman parte de la estructura accionarial de la firma e invierten su dinero personal en las estrategias que gestionan ("**skin in the game**"). Hemos tenido la oportunidad de conocer en profundidad a todo el equipo en los últimos años, incluyendo a Jon Hartsel, que lleva en la firma casi dos décadas y es ahora también Codirector de Inversiones. **Nada cambia en la práctica en el día a día de la firma, y estamos convencidos de que la continuidad en la calidad de la gestión queda asegurada** a pesar de la ausencia de Donald Smith. Hemos dedicado mucho tiempo a analizar las posibles implicaciones de esta situación, y estaremos encantados de responder cualquier pregunta que pueda usted tener en este sentido. Por otra parte, puede familiarizarse con la figura de Richard Greenberg, y en general con la gestora que lidera, en la intervención que hizo en su visita a Madrid, el pasado Septiembre, [disponible en el canal de Azvalor You.](#)

Gracias por su atención,

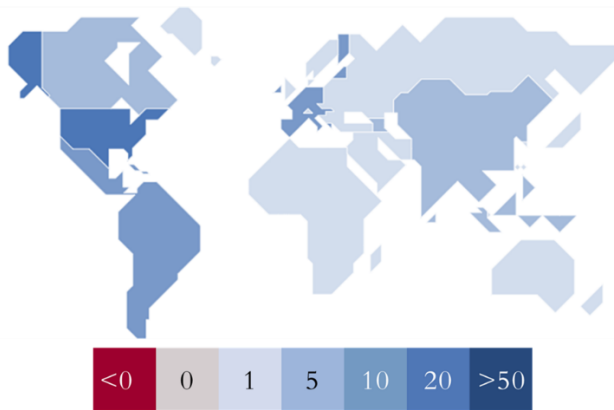
**Javier Sáenz de Cenzano, CFA**

## ANEXO I

Puede consultar información sobre la cartera del fondo en los siguientes gráficos y tablas:

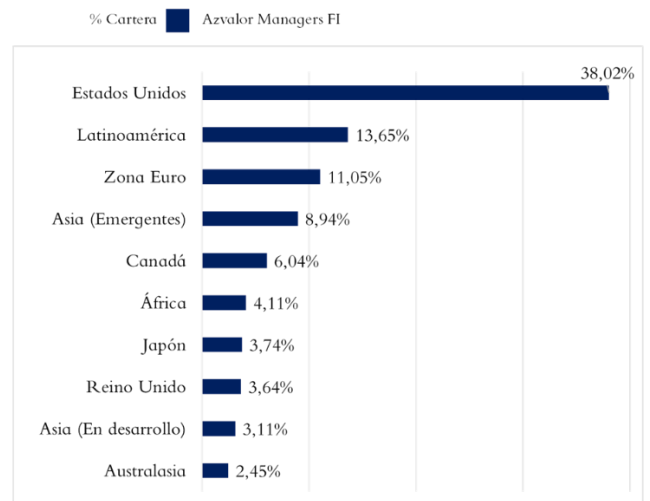
### MAPA GLOBAL SEGÚN INGRESOS DE LAS COMPAÑÍAS

30/09/2019 | Azvalor Managers FI



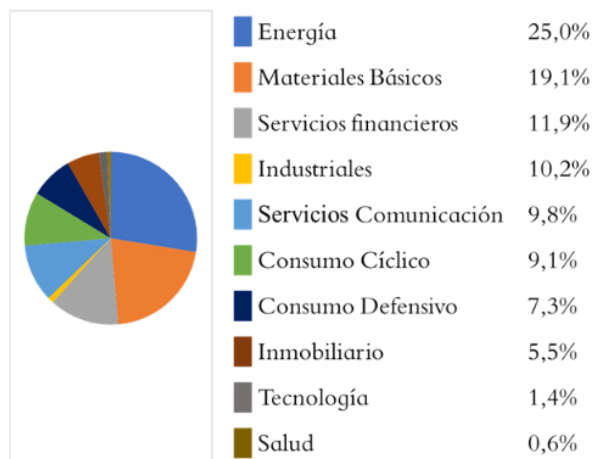
### EXPOSICIÓN SEGÚN INGRESOS DE LAS COMPAÑÍAS

30/09/2019 | Azvalor Managers FI

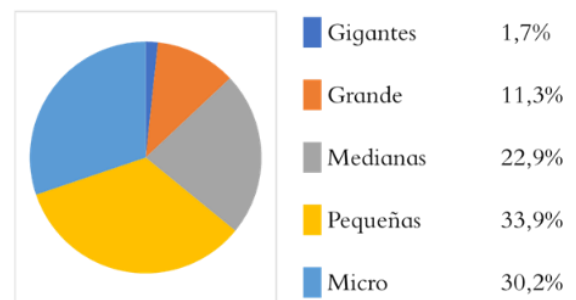


Nota: el gráfico muestra la exposición regional del fondo (%) según lugar de generación de los ingresos de las compañías en cartera.

### EXPOSICIÓN SECTORIAL



### EXPOSICIÓN POR TAMAÑO DE COMPAÑÍA



Nota: excluye liquidez. Fuente Morningstar, a 27 de diciembre 2019.

---

## ANEXO II

Columna Tributo a Donald Smith, originalmente publicada por Javier Sáenz de Cenzano en Funds People el 27 de noviembre de 2019.

### *Donald Smith sigue vivo*

Donald Smith nos dejó hace tan solo unas semanas. Fue un inversor legendario, poco conocido para el público europeo, que generó unas rentabilidades extraordinarias para sus inversores, tras una larga carrera de más de cincuenta años.

Tuve el privilegio de conocer a Donald hace algún tiempo, y de comprobar cómo sus principios de inversión, ideales y valores humanos iban mucho más allá de una buena rentabilidad, transmitiendo esos principios a su equipo, a todo el ecosistema de la firma Donald Smith & Co., en especial a Richard Greenberg, con quien trabajó durante casi 40 años, y que queda ahora al frente del timón de la gestora.

Donald Smith creció en una pequeña granja en Illinois, donde su interés temprano por las inversiones le hacía acudir frecuentemente a la biblioteca local para leer el Wall Street Journal. Compró su primera acción con el dinero que ganó criando y vendiendo cerdos. De niño fue todo un emprendedor, comercializando enciclopedias y seguros, administrando un carrito de helados, e incluso trabajando en una funeraria, donde hacía todo tipo de labores, como tocar el piano y luego salir corriendo para llevar el coche fúnebre al cementerio. Tras terminar la universidad, se doctoró en la UCLA, donde pudo conocer y entablar amistad con el padre de la escuela de inversión value, Benjamin Graham.

Este encuentro marcó su estilo de inversión, basado en comprar compañías a precios muy deprimidos. La consistencia, pasión y rigor de Donald y de Richard Greenberg en la aplicación de esta estrategia es extraordinaria, como han demostrado en períodos difíciles, singularmente a finales de los años 90, cuando su estilo de gestión subió sustancialmente menos que otros competidores, más enfocados al crecimiento y a seguir lo que estaba de moda. Esa perseverancia les hizo, posteriormente, obtener rentabilidades de más del 50% entre los años 2000 y 2002, mientras el mercado sufría una severa caída. Su habilidad y determinación para ir a contracorriente, y alejarse de modas del mercado, les ha evitado caer en múltiples burbujas bursátiles a lo largo de décadas, salvando de pérdidas muy sustanciales a sus inversores.

La filosofía de inversión de Donald también se reflejaba en su método de vida. Era una persona modesta y, por ejemplo, nunca se compró un Ferrari, aunque financieramente podría haberlo hecho. Cuando le preguntaban por qué volaba siempre en clase turista y no en jet privado, o por qué cogía el autobús en lugar de un taxi tras una cena de trabajo, solía decir: “¡Yo ahorro para gastarlo en lo que es importante para mí: libertad, justicia, mercados libres... esas cosas!”

En efecto, Donald donó en vida gran parte de su fortuna, unos 100 millones de dólares, a causas relacionadas con la libertad, la justicia y el libre mercado. Su visión filantrópica se alejó de un intento de reconocimiento público o social; la mayoría de los que se beneficiaron de su ayuda nunca sabrán que la generosidad de Donald hizo su vida mejor. De hecho, su contribución ayudó a evitar guerras civiles, en al menos dos ocasiones, que hubiesen acabado con la vida de miles de personas en Nepal y Kirguistán. Smith declinó usar la etiqueta ESG, tan de moda actualmente, para hacer marketing o recibir reconocimiento, optando no obstante por una silenciosa labor social con un impacto mayúsculo.

Hasta su último día fue un apasionado inversor, y, además, una gran persona que hizo de este mundo un lugar mejor para vivir. Descanse en paz. Afortunadamente, su legado es muy importante y estamos convencidos de que Richard Greenberg y el resto de su equipo continuarán la excelente labor realizada hasta ahora, tanto desde el punto de vista de realizar excelentes inversiones como de desarrollar una destacada labor social.