

Estimado coinversor:

Ciertamente **vivimos tiempos extraños**. En el mundo de la inversión siempre hay factores de riesgo latentes que pueden tener un impacto en los resultados de las compañías, pero la situación que hemos vivido en los últimos meses, con un parón de la actividad global sin precedentes, se escapaba de cualquier proyección por parte de los agentes del mercado.

Sin embargo, es en estos tiempos cuando es **más importante que nunca mantener la perspectiva**. Cuando estamos invirtiendo realmente a largo plazo, es mucho **más relevante lo que pase en las compañías invertidas en los siguientes siete años que en los siguientes siete meses**. Dicho esto, este es un fondo con valor liquidativo diario, y aquellos inversores que invertimos desde el primer día, vemos un valor liquidativo que está cerca de un 25% por debajo del inicial. La pregunta que cabe hacerse es si consideramos esto una pérdida de capital permanente o no, y para ello hay que considerar la situación de cada una de las compañías en la cartera. Aunque cada uno de los Managers hace este ejercicio de forma profunda y constante, no hay espacio aquí para transmitírselo de una forma detallada y completa. Lo que sí podemos transmitirles es que los cuatro Managers que componen el fondo están tremendamente confiados sobre la evolución de los negocios de las compañías en cartera (salvo contadas excepciones, que pesaban muy poco¹, y que han salido de la misma) e **identifican este momento como una oportunidad de inversión extraordinaria, dadas las valoraciones a las que cotizan dichas compañías, teniendo en cuenta su situación financiera de balance, y su generación de flujos de caja a largo plazo**. En palabras de Amit Wadhwaney (Moerus Capital), uno de los Managers del fondo:

“Aunque ha sido terrible, creemos firmemente que la crisis del COVID-19 será como el resto de las crisis anteriores, en el sentido de que esta, como las demás, también pasará; y que, a posteriori, se comprobará que está ofreciendo oportunidades a largo plazo de las que solo se ven de forma generacional, como ocurrió con las anteriores grandes crisis.”

Creemos que es importante **distinguir entre la variabilidad de los precios de cotización de las compañías**, que responde a las cambiantes opiniones de los operadores del mercado, y **la variabilidad de los resultados empresariales de las compañías**, medidos por el flujo de caja que generan, y que suelen ser mucho más estables que los primeros. Si bien un confinamiento de la población a nivel global ha podido afectar temporalmente a los resultados de las compañías en mayor o menor medida, para inversores a largo plazo es más relevante la evolución de esos flujos durante los próximos cinco o diez años. La rentabilidad implícita del fondo según los flujos de caja anual de las compañías en las que invertimos está en más del 18%². Eso implica que, si mañana cerrasen las bolsas, a los precios actuales, en aproximadamente cinco años y medio habríamos recuperado la inversión inicial, y seguiríamos siendo dueños de las compañías y de sus beneficios futuros. **Estamos convencidos que la fortaleza de la cartera hará que el precio de cotización recoja la realidad de las compañías, antes o después, y mientras ello ocurre nos beneficiamos de una elevada generación de caja.**

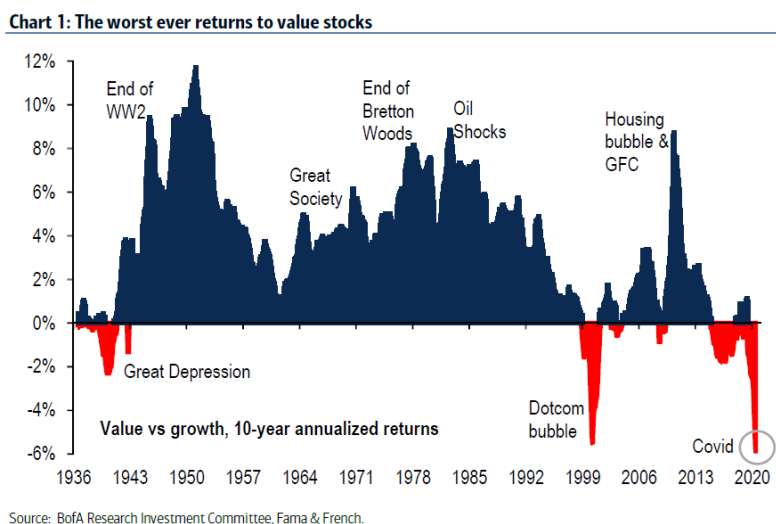
¹ A 1 de enero de 2020 el peso de dichas excepciones era de un 1.85% de la cartera, en total.

² Datos Morningstar a 31 de agosto de 2020.

Invertimos en compañías de muchos sectores y regiones distintos (más detalle en el anexo), así como en compañías de tamaños muy diferentes. En este sentido, **tenemos una parte importante de la cartera en compañías pequeñas o muy pequeñas**, compañías en general desconocidas y poco seguidas por el mercado. Estar fuera del radar de los inversores hace que puedan producirse más ineficiencias en los precios de cotización, ofreciendo oportunidades de inversión muy interesantes. Lógicamente, esas compañías “olvidadas” no suelen cambiar de múltiplo de valoración de la noche a la mañana, y de ahí que la paciencia sea un ingrediente fundamental a la hora de invertir en las mismas.

Por otro lado, las compañías más populares y caras del mercado cotizan a precios extremos, lo que nos parece que conlleva un elevado riesgo. En este sentido, **durante la última década invertir en compañías con valoraciones de mercado más bajas ha dado peores frutos que invertir en compañías con valoraciones más altas**, lo cual, aunque contradice la lógica inversora, suele ocurrir en los mercados cada cierto tiempo (ver gráfico 1 abajo). Es verdad que esta vez ha sido más extremo y duradero que nunca, lo que ha puesto a prueba el temperamento y la perspectiva a largo plazo de inversores y gestores de fondos que seguimos por todo el mundo, muchos de los cuales han capitulado, “olvidando” lo importante de invertir a precios bajos. **Históricamente, cambiar de estrategia de inversión en mitad del juego ha demostrado ser un error importante**, y en ese sentido vemos de forma positiva que los cuatro gestores de Azvalor Managers se mantienen fieles a sus procesos de inversión, lo que por otro lado no es sorprendente, dado que lo vienen haciendo desde hace décadas, habiendo demostrado su temperamento durante crisis anteriores muy severas. Asimismo, **los extremos nunca duran eternamente**; creemos que esta vez no será diferente, y que la recompensa para los inversores pacientes, que mantengan una mentalidad a largo plazo en las compañías correctas, será importante.

Gráfico 1:



Como siempre, reiteramos nuestro máximo compromiso con Azvalor Managers, y **tenga por seguro que tratamos el fondo como si fuese nuestro propio capital porque, de hecho, lo es³**.

Gracias por su atención,

Javier Sáenz de Cenzano, CFA

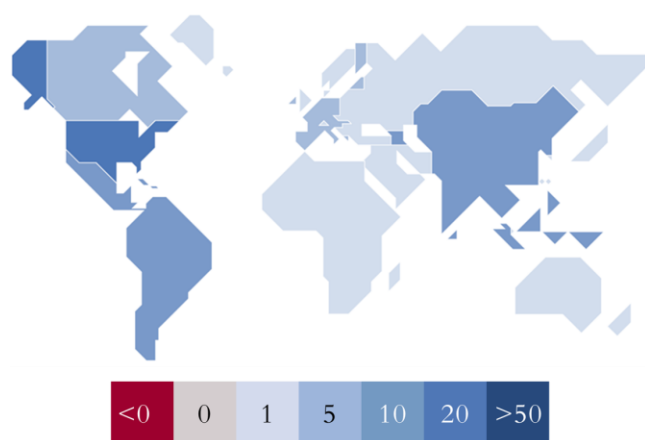
³ El grupo de empleados de Azvalor somos en conjunto el inversor más grande en el fondo, por volumen.

ANEXO I

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

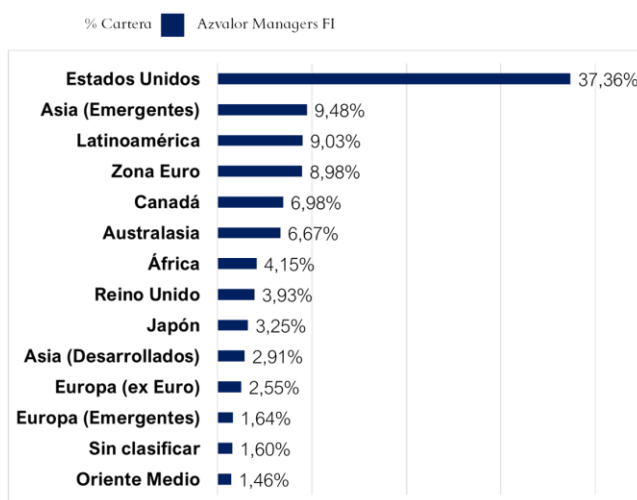
MAPA GLOBAL SEGÚN INGRESOS DE LAS COMPAÑÍAS

30/06/2020 | Azvalor Managers FI



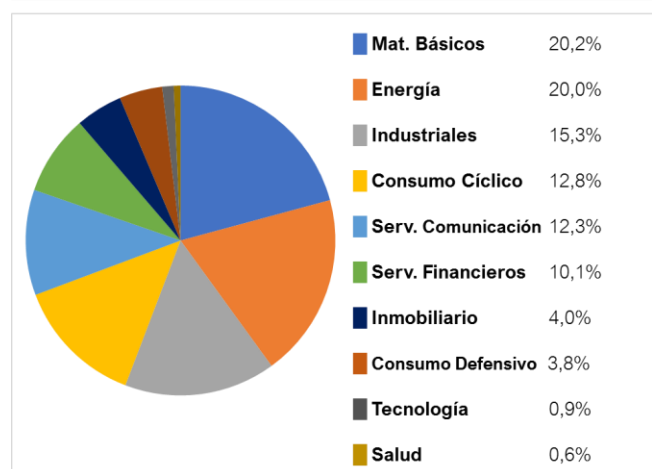
EXPOSICIÓN SEGÚN INGRESOS DE LAS COMPAÑÍAS

30/06/2020 | Azvalor Managers FI

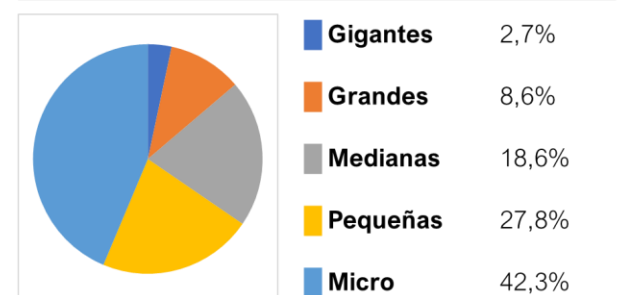


Nota: el gráfico muestra la exposición regional del fondo (%) según lugar de generación de los ingresos de las compañías en cartera.

EXPOSICIÓN SECTORIAL



EXPOSICIÓN POR TAMAÑO DE COMPAÑÍA



Nota: excluye liquidez. Fuente Morningstar, a 31 de agosto 2020.