

20 de Enero de 2021

Estimado coinversor:

En este fondo cada Manager trata de alejarse del ruido constante de los titulares de medios de comunicación, **centrando el esfuerzo en conocer bien cada compañía en la que invierte**, mediante el análisis profundo de su negocio, su generación de caja, su balance, su entorno competitivo, su equipo directivo y, por supuesto, su valoración.

En este sentido, **nuestro fondo no ha cambiado demasiado en los últimos doce meses**, a pesar de que la volatilidad del valor liquidativo pudiera hacer pensar lo contrario. En el primer trimestre de 2020 el fondo vio en apenas dos meses caer su valor liquidativo alrededor de un -50%. Tras esto, desde el suelo marcado el 18 de marzo hasta ahora (con el último valor liquidativo de 15 de enero de 2021), el fondo ha subido más de un +86%, dejando la caída desde su lanzamiento en algo menos de un -4%. **El mercado en muchas ocasiones sobrerreacciona, sobre todo en eventos extremos de fuerte incertidumbre, y el año 2020 fue un buen ejemplo de ello.** En una nota que publicamos en noviembre de 2019 ("[Incluso dios sería despedido como gestor de fondos](#)") destacábamos que fortísimos vaivenes no son infrecuentes en el mercado de valores, y que incluso un inversor que pudiera predecir el futuro de manera perfecta estaría sujeto a ello; la "cartera de dios" teórica habría sufrido caídas de más del -20% de forma recurrente, con la máxima caída alcanzando alrededor de un -75%, si bien acumularía una rentabilidad anual de casi un +30% a lo largo de décadas. Retomo esta nota porque conviene recordar esa idea conceptual, ahora que la tenemos más presente que nunca por experiencia propia, sabiendo que lo ideal para el inversor es aprovechar los momentos de máximo pánico para mantener o incrementar posiciones, siempre que las inversiones estén bien hechas, como estamos convencidos que es el caso en Azvalor Managers.

Esa convicción no proviene de una opinión macro sobre el mercado o sobre temáticas generales de inversión sino de un conocimiento exhaustivo por parte de nuestros Managers sobre las compañías en las que invierten que, por lo general, son desconocidas y poco seguidas por la comunidad inversora, razón por la que podemos comprarlas a un precio muy por debajo de su valor, lo que aumenta por tanto nuestro potencial de rentabilidad y nuestro margen de seguridad. **Según las conservadoras valoraciones de cada uno de los Managers sobre sus respectivas compañías invertidas, la cartera de nuestro fondo vale más del doble de su precio actual en bolsa.** Pensamos que es cuestión de tiempo que su valor aflore, como ha ocurrido históricamente con estos cuatro Managers; siempre que el descuento entre precio y valor ha sido tan significativo como ahora han obtenido rentabilidades excelentes, y muy superiores a los índices, en periodos subsiguientes. Además, **creemos que el riesgo que asumimos con una cartera de este tipo** (en términos de pérdida permanente de capital) **es muy inferior al de una cartera global de mercado.**

Por dar algún dato simple pero ilustrativo, la **rentabilidad de la cartera según el flujo de caja que generan las compañías invertidas (free cash-flow yield) está en un 16%**, que supone casi el doble que el índice MSCI AC World y más del triple que el índice americano S&P 500 (datos Morningstar a 31.12.2020). La cartera está diversificada en un amplio abanico de países y sectores a nivel global, con un elevado énfasis en compañías de pequeño tamaño, donde las oportunidades son muy numerosas y el análisis profundo de compañías puede añadir, en nuestra opinión, más valor.

Como decíamos, la cartera del fondo ha variado poco a lo largo del año, permaneciendo los Managers firmes en sus convicciones, a través de procesos de inversión probados a lo largo de décadas. Una de las principales posiciones en cartera que ha salido de la misma recientemente es la **australiana Village Roadshow, tras ser comprada por capital privado a través de una OPA**, cristalizando una interesante ganancia para nuestro fondo (+27% desde coste medio), de forma similar a otra posición del *top ten* de la cartera, **Clear Media**, compañía listada en Hong-Kong que fue también comprada por capital privado anteriormente en el año. Pensamos que este tipo de operaciones son **sintomáticas del grado de infravaloración de las compañías en nuestra cartera.**

A continuación, recordamos los Managers que forman parte del fondo. Son los mismos desde el lanzamiento del fondo; los seguimos muy de cerca y mantenemos plena convicción sobre todos y cada uno:



DONALD SMITH
& COMPANY

Firma fundada a principios de los años 80 por Donald Smith, quien fue alumno del legendario inversor Benjamin Graham, padre intelectual de Warren Buffett. Richard Greenberg es el líder del equipo de inversiones y ha gestionado carteras con Donald durante casi 40 años. El equipo de inversiones se completa con otras cuatro personas, incluyendo a Jon Hartsel, que se incorporó a la firma en 2003 y cuenta con casi 25 años de experiencia. Su cartera está formada por compañías americanas de pequeño tamaño (small y micro-caps).



MOERUS
CAPITAL MANAGEMENT

Firma liderada por el reconocido gestor Amit Wadhwaney, que trabajó durante dos décadas con el legendario inversor Marty Whitman, en la firma americana Third Avenue. Amit cuenta con un M.B.A. en Finanzas por la University of Chicago, tiene títulos universitarios en economía, ingeniería química y matemáticas, y habla seis idiomas. La firma fue fundada por Amit en 2015 junto con tres excompañeros provenientes de Third Avenue: Michael Campagna, John Mauro y Benjamin Belfer. Su cartera invierte en cualquier región (incluyendo mercados emergentes), sector y tamaño de compañía.



Natural Resource
Investors

Firma fundada en 2015 por Leigh R. Goehring y Adam A. Rozencwajg, que está especializada en la inversión en compañías relacionadas con los recursos naturales. Leigh comenzó a gestionar fondos en este segmento en 1991, primero en Prudential Jennison, y desde 2005 en Chilton, donde trabajó con Adam desde 2007 gestionando uno de los fondos más exitosos del mundo en esta área. Se trata de uno de los equipos de inversión más experimentados del mundo, sino el que más, en el sector de recursos naturales.

MITTLEMAN BROTHERS, LLC
INVESTMENT MANAGEMENT

Chris Mittleman es director de inversiones de la firma y cuenta con 30 años de experiencia. Chris fundó la firma junto a sus dos hermanos en 2002.

La firma tiene un enfoque de "Private Equity" aplicado al universo de compañías cotizadas, realizando un proceso de análisis muy exhaustivo en cada una de las compañías invertidas, y en algunas ocasiones tomando un rol activista. Su cartera está concentrada en unos 15-20 valores de cualquier región, sector y tamaño, con un sesgo hacia compañías pequeñas.

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 es¹.

Gracias por su atención,

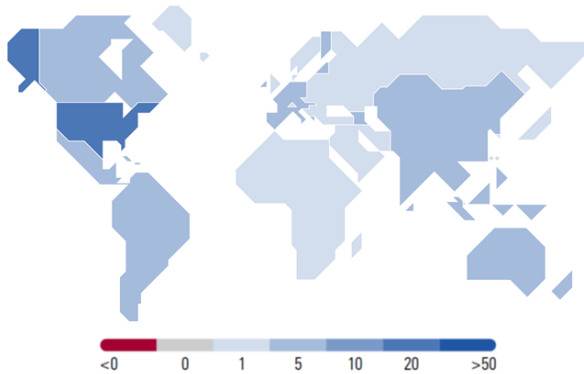
Javier Sáenz de Cenzano, CFA, gestor Azvalor Managers

¹ El grupo de empleados de Azvalor somos, en conjunto, el inversor más grande en el fondo, por volumen.

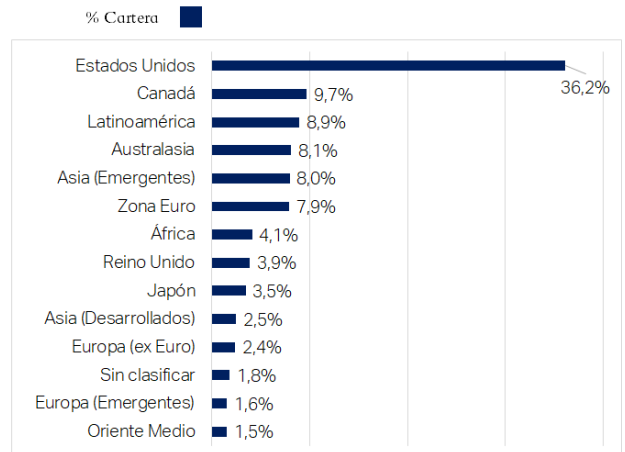
ANEXO I

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

MAPA GLOBAL SEGÚN INGRESOS DE LAS COMPAÑÍAS

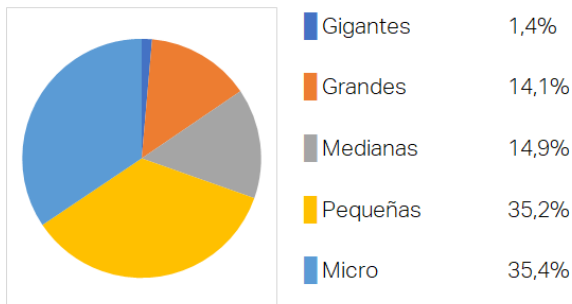


EXPOSICIÓN SEGÚN INGRESOS DE LAS COMPAÑÍAS

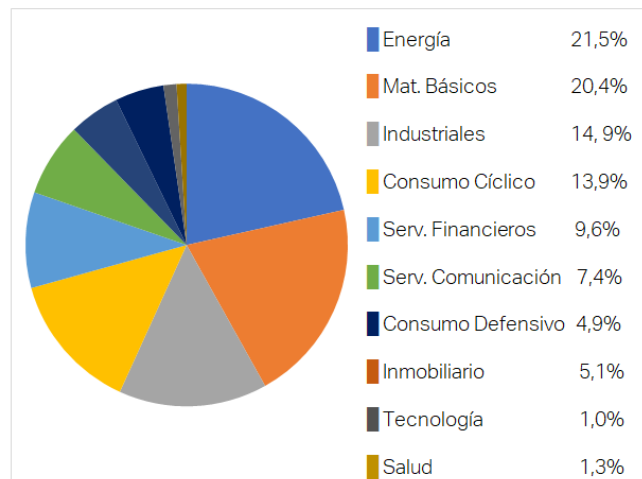


Nota: el gráfico muestra la exposición regional del fondo (%) según lugar de generación de los ingresos de las compañías en cartera; datos Morningstar, a 30 de septiembre de 2020

EXPOSICIÓN POR TAMAÑO DE COMPAÑÍA



EXPOSICIÓN SECTORIAL



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