

Estimado coinversor:

La **rentabilidad** de Azvalor Managers en el primer trimestre del año ha sido de un +24,6%. Desde los mínimos del fondo de marzo de 2020 (el valor liquidativo llegó a caer un 50% en ese momento) la rentabilidad ha sido de un +113,9%, lo que deja el rendimiento desde su lanzamiento a finales de 2018 en un +10,45%.

Lo ocurrido en los últimos doce meses de mercado nos recuerda una lección importante: no dejarse llevar por el ruido y pánico del mercado en momentos en los que parece que “se acaba el mundo”. Esto es extremadamente complicado desde un punto de vista emocional y, en nuestra opinión, la única manera de conseguirlo es con **gestores que demuestren el temperamento adecuado, experiencia en este tipo de situaciones, y que capitalicen el ancla de conocer muy bien las inversiones realizadas**; el análisis objetivo y profundo de las compañías (situación financiera, evolución del negocio, entorno competitivo, calidad del equipo directivo, valoración) permite aplicar un sólido proceso de inversión de forma consistente. Nuestros Managers ya habían pasado anteriormente por períodos de máxima tensión de forma exitosa, durante sus longevas carreras y, en lugar de sucumbir al pánico, vieron ese momento como una oportunidad única, sabiendo separar el caos de la oportunidad ([ver carta a partícipes de Azvalor Managers del 18 de marzo de 2020](#)).

No obstante, a pesar de la fuerte recuperación del valor liquidativo, lo cierto es que normalmente las rentabilidades recientes son indicadores poco (o nada) representativos de la calidad de un fondo o de su evolución futura. Estamos en los primeros kilómetros de una maratón, queda mucho recorrido y no es importante si uno va primero o último en estos momentos; la clave es cuál es su preparación y su condición física para lo que viene. Es decir, volviendo al fondo, lo **relevante es el modelo de gestión, el proceso de inversión y el equipo de managers** que hay detrás.

¿Qué podemos esperar a partir de ahora?

Las inversiones del fondo Azvalor Managers van en la dirección correcta: compañías sin problemas financieros relevantes, negocios evolucionando de manera favorable y en aquellas donde el negocio sufrió más durante el parón de la actividad global, viendo ya una clara recuperación. Los flujos de caja que generan las compañías están evolucionando de forma muy positiva y esto hace que, **a pesar de la revalorización reciente, la cartera siga cotizando a unos precios muy atractivos**; el precio que pagamos por los flujos de caja o los beneficios que generan las compañías invertidas es de menos de la mitad que en el índice MSCI AC World (datos Morningstar a 31 de marzo de 2021). Es decir, estamos invirtiendo en **compañías sólidas, con buenos negocios, con equipos directivos de calidad, y que cotizan a más de un 50% de descuento** respecto al mercado global de acciones. Por esta razón, pensamos que el fondo se encuentra en una situación óptima para batir al mercado en los próximos años.

La gestora americana AQR, en su reciente presentación “Value Investing: An Historic Opportunity?”, comentaba que la **divergencia de valoración en el mercado entre lo que está caro y lo que está barato sigue en niveles solamente vistos en tres ocasiones en los últimos 35 años**. A pesar de que el “factor *Value*” ha tenido una recuperación significativa desde la segunda mitad de 2020, esa divergencia caro-barato sigue en niveles extremos (percentil 90), y no se justifica por las características fundamentales de las compañías. Dicho de otro modo, todavía le queda mucho recorrido hasta llegar a un nivel de valoración razonable; **no ha hecho más que empezar**.

En el siguiente gráfico, elaborado por Goldman Sachs, se puede identificar la magnitud y duración del *underperformance* del estilo *Value* frente al estilo *Growth*, desde el año 2008, lo que ayuda a poner en contexto la dimensión del *outperformance* del *Value* de los últimos meses.

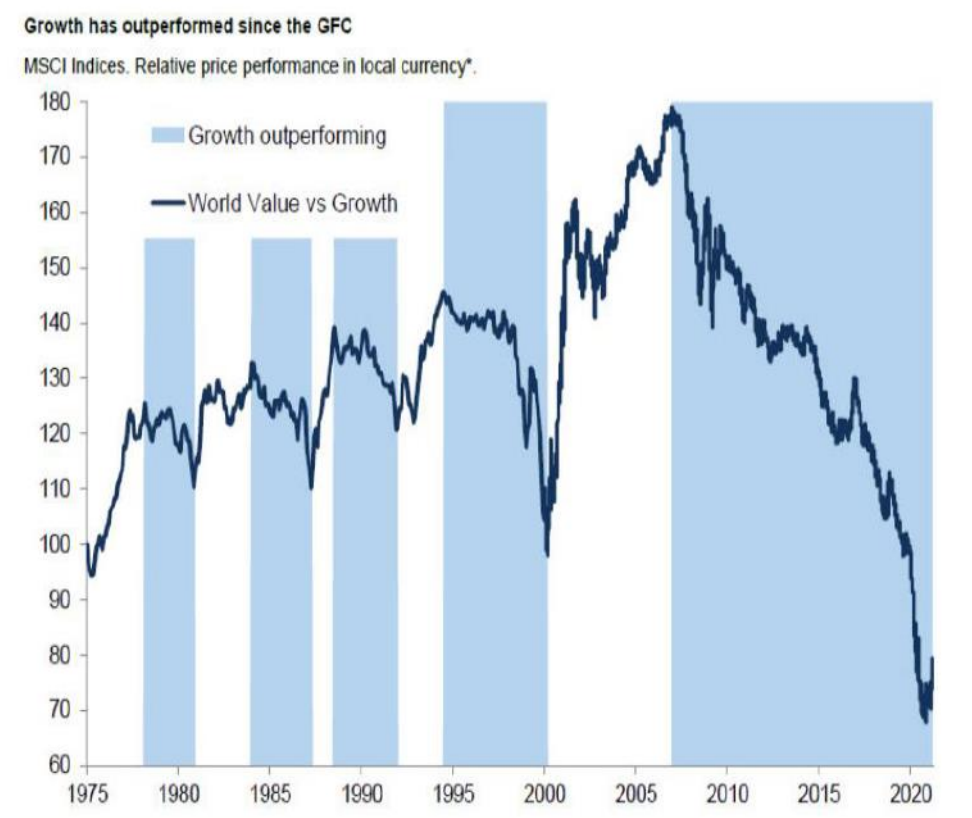


Chart Source: Goldman Sachs Global Investment Research

En la misma línea, el informe de la gestora Vanguard “Value versus Growth stocks: The coming reversal of fortunes” publicado en abril de 2021 concluye que “el estilo *Value* batirá al estilo *Growth* en los próximos 10 años por una diferencia de entre un 5% y un 7% anual, y posiblemente por aún más margen en los próximos 5 años”.

Por la parte de **gestión de riesgo**, estamos tranquilos con las compañías en cartera y el margen de seguridad que nos ofrecen. Nuestros Managers ponen el énfasis en protegerse de los riesgos más relevantes: pagar precios elevados por las compañías respecto a los flujos de caja que generan, o el riesgo de interrupción.

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 es**. El grupo de socios y empleados de Azvalor somos, en conjunto, el inversor más grande en el fondo.

Nos despedimos, agradeciéndoles de nuevo su confianza y emplazándoles a ponerse en contacto con nuestro equipo de Relación con Inversores y/o con Javier Sáenz de Cenzano, gestor de Azvalor Managers, para resolver las dudas que puedan tener.

Atentamente,



Equipo Azvalor SGIIC

ANEXO I

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.

GOEHRING &
ROZENCWAJG

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.

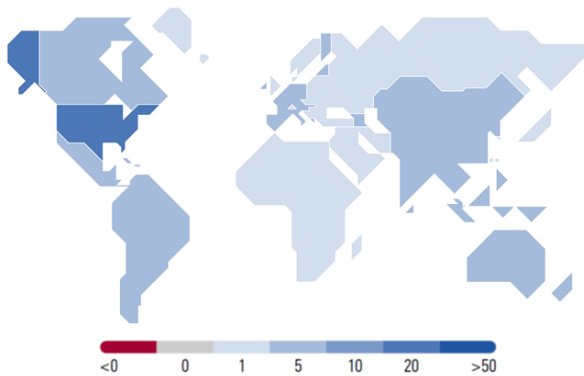
MITTLEMAN BROTHERS, LLC
INVESTMENT MANAGEMENT

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.

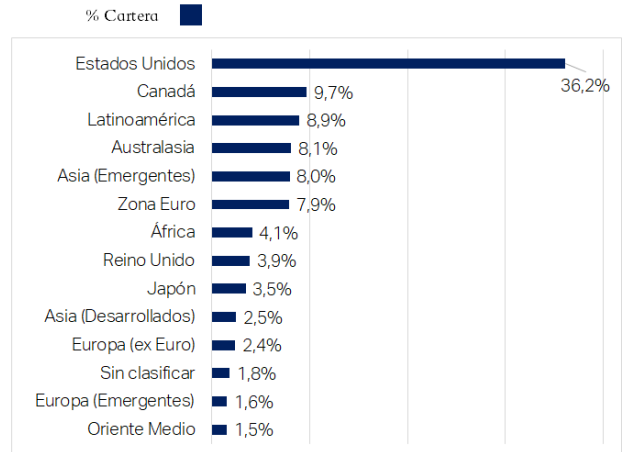
ANEXO II

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

MAPA GLOBAL SEGÚN INGRESOS DE LAS COMPAÑÍAS

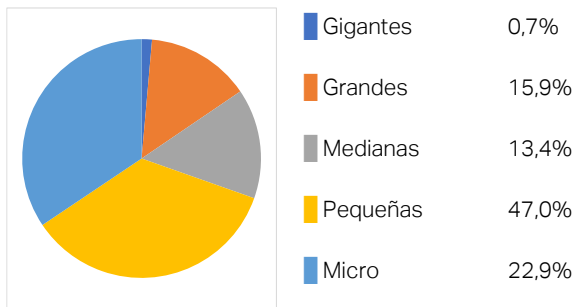


EXPOSICIÓN SEGÚN INGRESOS DE LAS COMPAÑÍAS

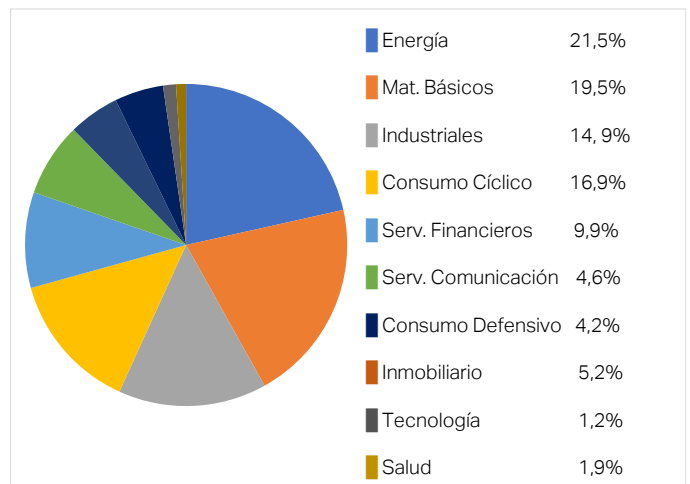


Nota: el gráfico muestra la exposición regional del fondo (%) según lugar de generación de los ingresos de las compañías en cartera; datos Morningstar, a 31.12.2020

EXPOSICIÓN POR TAMAÑO DE COMPAÑÍA



EXPOSICIÓN SECTORIAL



Nota: excluye liquidez. Fuente Morningstar, a 31 de marzo de 2021