

14 de septiembre de 2021

Estimado coinversor:

El fondo ha subido un +3.73% desde el cierre del primer trimestre del año, dejando la rentabilidad en lo que va de 2021 en un +29.95%, y desde lanzamiento a finales de 2018 en un +14.57% (datos a 31 de agosto 2021).

La cartera de Azvalor Managers cuenta con una exposición del 70-75% a compañías pequeñas y muy pequeñas, con amplia diversificación por industrias y regiones. Cada compañía en cartera ha sido cuidadosamente seleccionada por una de las cuatro boutiques de gestión internacionales que componen el fondo. Es reseñable que **tres compañías en cartera han recibido una oferta de compra (OPA) en los últimos meses**, en todos los casos a un precio significativamente superior a nuestro precio de entrada, y de industrias muy diversas:

- CAI International: compañía que opera en el sector del *leasing* y venta de *containers* intermodales; el precio de la oferta realizada por Mitsubishi HC Capital Inc supone un +80% desde nuestro coste medio.
- Verso Corp: productor norteamericano de papel; el precio de la oferta realizada por Atlas Holdings LLC supone un +50% desde nuestro coste medio.
- American National Group: sector asegurador, el precio de la oferta realizada por Brookfield Asset Management supone un +130% desde nuestro coste medio.

Este hecho nos parece **una consecuencia lógica de nuestra filosofía de inversión**, que no es otra que comprar compañías sólidas que coticen en bolsa a precios significativamente por debajo de su valor, manteniendo la paciencia necesaria para que el mercado refleje este último, de una forma u otra.

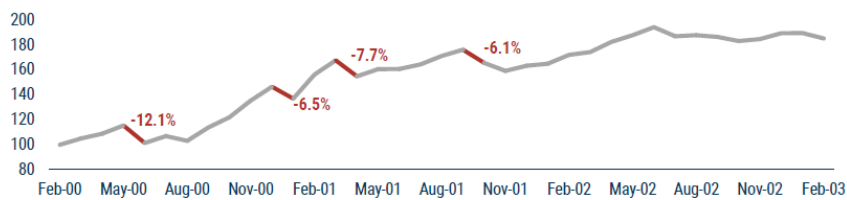
En este sentido, no podemos predecir los movimientos de las cotizaciones de las compañías en cartera a corto o medio plazo pero, manteniendo una perspectiva a largo plazo, sí sabemos que sus precios siguen en niveles muy infravalorados: **los ratios de valoración del fondo reflejan más de un 50% de descuento frente al mercado global de acciones** (datos de Morningstar). **Pocas veces desde el lanzamiento del fondo ha sido este descuento tan amplio**, lo que pensamos que nos ofrece un buen margen de seguridad y nos deja en buena situación para batir al mercado en los próximos años, teniendo en cuenta la solidez financiera de las compañías en cartera y la positiva evolución de sus negocios subyacentes en los últimos trimestres. Recordemos que el solapamiento de nuestra cartera con los índices de acciones globales es prácticamente cero.

Por otro lado, **los inversores no deben esperar que el fondo tenga rentabilidades positivas o bata al mercado en línea recta y uniforme**, ya que esto prácticamente nunca sucede en el mundo de la inversión. En este sentido, el reciente informe de GMO, "*Value vs Growth Reversals: Never a Straight*

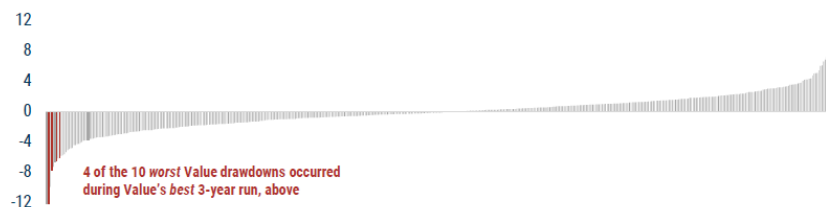
Line” (gráfico abajo), pone de manifiesto que incluso en el mejor período de tres años de la historia del factor *value* frente al factor *growth* (febrero de 2000 a febrero de 2003), se produjeron algunos de los peores meses para el factor *value* frente al *growth* de la historia (desde 1979). Según GMO, “si los inversores hubiesen perdido la calma durante cualquiera de estos meses, se habrían perdido una oportunidad única en la vida”.

THE BEST 3-YEAR PERIOD FOR VALUE VS. GROWTH ALSO SUFFERED SOME OF ITS WORST DRAWDOWNS

Value vs. Growth: The Best 3-Year Period in History (U.S.), 2000 to 2003: Cumulative Return of 85.6%



Value vs. Growth: Monthly Returns, Worst to Best, 1979 to 2021



Fuente: GMO "Value vs Growth Reversals: Never a Straight Line", July 2021

Por último, queremos destacar que Azvalor Managers fue invitado recientemente a participar en el **evento Gurufocus Value Investing Live**, plataforma global líder especializada en inversiones. Javier Sáenz de Cenzano, junto con Chris Mittleman, tuvieron el privilegio de participar en un canal donde antes han aparecido gestores legendarios de la talla de Bruce Greenwald, Jean-Marie Eveillard o Mario Gabelli. El vídeo completo está disponible en el canal de Azvalor en Youtube (acceso directo [aquí](#)).

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**. Seguimos invirtiendo a título personal en el fondo, lo que nos coloca en conjunto como un inversor ancla del mismo.

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:



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*).



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.



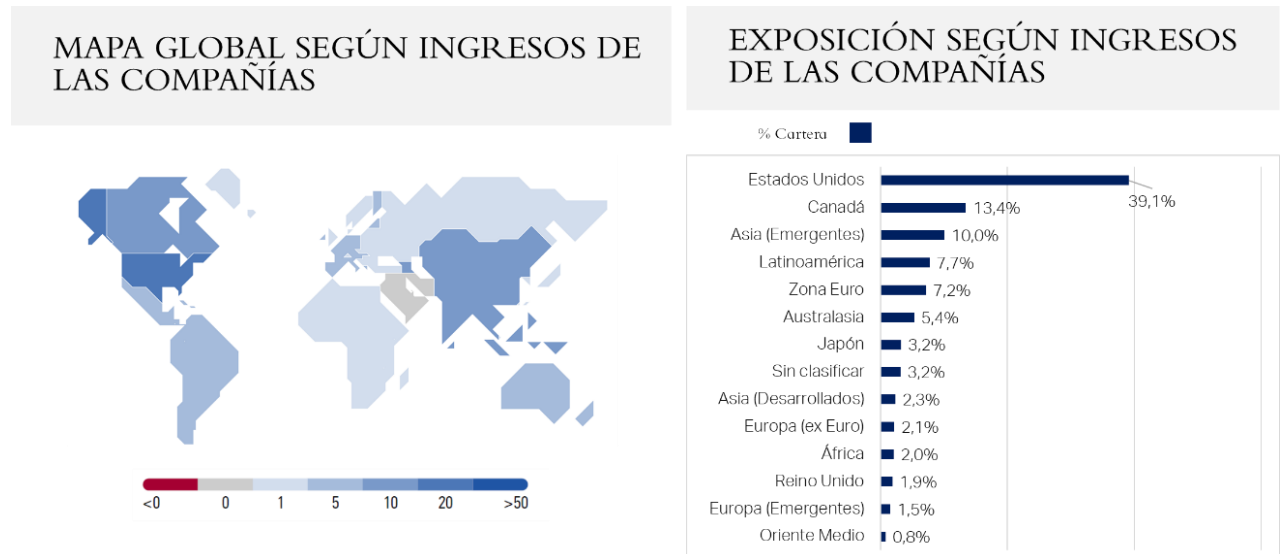
Firma fundada en 2015 por Leigh R. Goehring y Adam A. Rozencwajg, que está especializada en la inversión en compañías relacionadas con los recursos naturales. Leigh comenzó a gestionar fondos en este segmento en 1991, primero en Prudential Jennison, y desde 2005 en Chilton, donde trabajó con Adam desde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



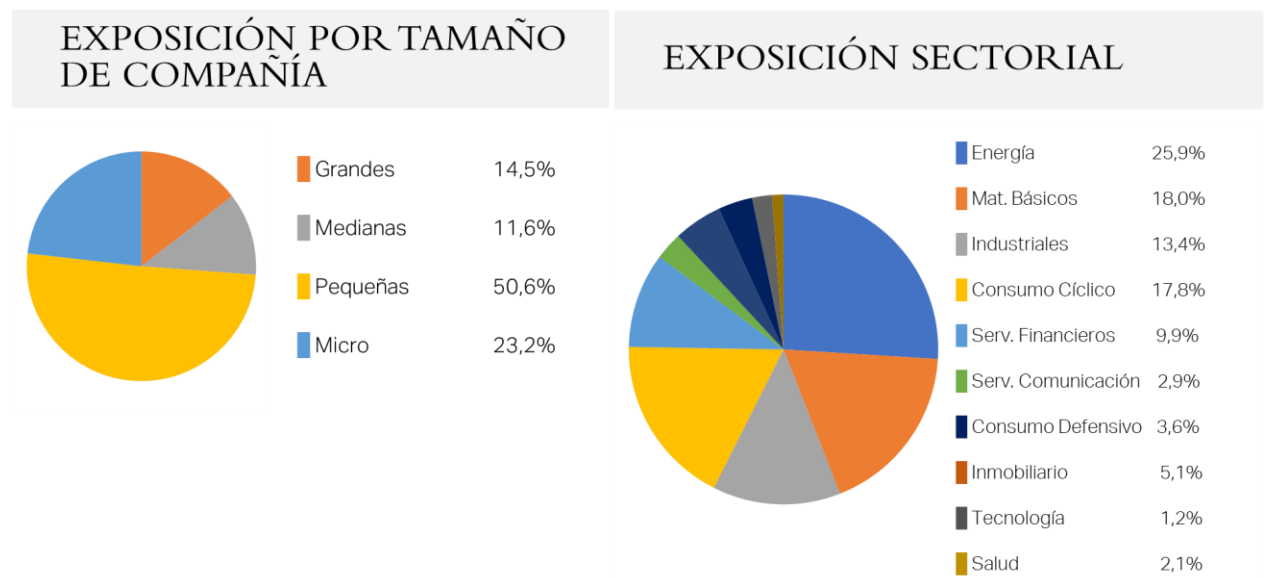
Chris Mittleman es director de inversiones de la firma y cuenta con 30 años de experiencia. Chris fundó la firma junto a sus dos hermanos en 2002. La firma tiene un enfoque de "Private Equity" aplicado al universo de compañías cotizadas, realizando un proceso de análisis muy exhaustivo en cada una de 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:



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 junio de 2021.



Nota: excluye liquidez. Fuente Morningstar, a 30 de junio de 2021.