



**Javier Sáenz  
de Cenzano**

Gestor de Azvalor  
Managers FI

Estimado inversor,

Ante todo, le agradezco su interés en **Azvalor Managers**. El fondo se lanzó en el último mes de 2018, y la rentabilidad en el año, hasta 13 de Septiembre, es de un + **4.4%**.

Tras un inicio del año donde el fondo estaba en proceso de construcción, llegó el segundo trimestre con la cartera ya estable, y a partir de ese momento se han producido muy pocos cambios en la misma. Los cuatro Managers que forman parte del fondo suelen rotar poco sus carteras, especialmente en momentos como este cuando la convicción en las compañías es muy alta, la evolución de negocio y situación financiera de estas está siendo positiva, pero el precio de cotización está muy lejos de reflejar su valor intrínseco. A nivel agregado las valoraciones de la cartera son muy atractivas, como vemos, por simplificar, en el ratio Precio/Beneficios de 9 veces, frente al índice MSCI AC World de 16 veces. El potencial de revalorización (diferencia entre precio y valor estimado de la cartera) se sitúa alrededor del 120%.

Nuestros Managers tienen un horizonte de inversión a muy largo plazo, por ejemplo, **Amit Wadhwaney**, socio fundador de **Moerus Capital**, comentaba recientemente en una entrevista en *The Wall Street Transcript*, que “suele mantener las posiciones en cartera muchos años”, lo cual le permite invertir en compañías fuera del radar habitual de los inversores, donde las oportunidades pueden ser más interesantes. A modo de ejemplo, hace unos años, en plena crisis de la economía brasileña (2014-2016), pudo encontrar algunos nombres latinoamericanos a precios extremadamente baratos, con balances sólidos y negocios resistentes, que, tras unos años que exigieron paciencia, han fructificado en los últimos meses con subidas entre el 30% y el 40%.

Por su parte, el Manager **Leigh Goehring**, de la firma **Goehring & Rozencwajg**, comenta en [este breve video](#) (en inglés) la oportunidad que está identificando en compañías relacionadas con el oro, cuyo precio está, en su opinión, comenzando un ciclo alcista similar al vivido a principios de los años 2000, cuando multiplicó por más de seis veces a lo largo de la década, algo que el propio **Leigh Goehring** predijo públicamente en el año 2000, en la prestigiosa revista americana *Barrons*, cuando la mayoría del mercado pensaba que semejante planteamiento era un sinsentido. En su última carta trimestral afirma que “el precio de las compañías de materias primas no ha estado nunca tan barato respecto a la bolsa como ahora, y solo resulta comparable a suelos de mercado como 1929, 1969 y 1999”. En esos momentos, como ahora, el grado de pesimismo sobre el sector de materias primas era enorme, mientras que existían otras modas irracionales que centraban el interés de los inversores. Esos tres momentos de máximo pánico sobre el sector fueron seguidos por años de excelentes rentabilidades para el mismo, y **Goehring & Rozencwajg** piensan que nos encontramos a las puertas de un mercado alcista similar.

**Donald Smith & Co**, otro de los Managers del fondo, también ha encontrado oportunidades atractivas en el sector del oro, entre otros. El peso total de **Azvalor Managers** en compañías relacionadas con la producción de oro es de alrededor de un 7%. A pesar de la buena evolución de la rentabilidad de

**Donald Smith & Co.** en lo que va de año (+23.7% a 13 de Septiembre), su cartera, formada por compañías pequeñas y muy pequeñas, se encuentra en un nivel de infravaloración (0.61x en términos de Precio/Valor Tangible en Libros, por ejemplo) que solo ha visto el Manager en su cartera de forma excepcional, en casi 40 años gestionando inversiones de forma exitosa. La última vez que estuvo a esos niveles fue en 2008, tras lo cual su estrategia de pequeñas compañías obtuvo una rentabilidad del 276%, en los cinco años siguientes.

Por otro lado, en la cartera de **Mittleman Brothers**, períodos de rentabilidad por debajo del índice como el que ha vivido desde 2014, han sido seguidos históricamente por períodos de una fuerte revalorización. Es un Manager con posiciones concentradas donde la rentabilidad suele manifestarse en períodos cortos de tiempo. Por ejemplo, en sus cinco mejores años desde que empezó en 2002, la rentabilidad media anual es de un +79% (2003: +82.6%, 2009: +150.9%, 2010: +64%, 2012: +49.2%, 2013: +49.5%). El Manager piensa que una fuerte recuperación de la rentabilidad en los próximos años es altamente probable teniendo en cuenta la infravaloración estimada en las compañías en su cartera, donde no ha habido pérdidas permanentes de capital significativas, y a la que asigna un potencial de revalorización del 130%, en línea con el potencial que tenía en momentos como 2008 (recordemos que hizo un +150% en 2009 y un +64% en 2010). En palabras de **Chris Mittleman**, "Hoy, como en 1999, lo que tenemos en cartera está muy barato, y lo que es popular en el mercado está muy caro. Lo popular/caro va ganando la carrera en los últimos años, y de forma muy significativa, como ocurrió en 1999 y los años precedentes, hasta que dejó de ser así."

En otro orden de cosas, le informamos que ya está disponible la versión con domicilio luxemburgués de este fondo (con domicilio español), que siempre tendrá la misma cartera de inversión. Además, por su estructura (feeder), se beneficia en costes operativos del volumen de activos del fondo español, y de la masa crítica y la escala de la actividad del grupo Azvalor en Luxemburgo. Tanto la firma **Azvalor**, como este gestor, a título personal, hemos hecho recientes aportaciones de capital a este fondo en Luxemburgo, además de las que mantenemos en su versión de domicilio español.

A principios de Julio, el profesor del centro de estudios **OMMA** y Editor Jefe de **inBestia**, **Angel Martín Oro**, publicó una [entrevista](#) donde repasábamos en detalle algunos aspectos del fondo **Azvalor Managers**, y del proceso de selección de gestores que seguimos en el mismo. Por otro lado, **Fernando Luque**, editor jefe de **Morningstar**, destacaba recientemente el fondo como "[Estrellas por descubrir](#)" y [publicaba un video-entrevista](#) sobre el mismo.

Estamos absolutamente convencidos de que, a través de estos cuatro Managers que consideramos de la máxima calidad, accedemos a una cartera de inversión diversificada y global a precios muy atractivos, mientras que el mercado, representado por los índices, está en máximos históricos y cotizando a múltiplos de valoración muy elevados. Esto nos da un margen de seguridad interesante, y en el largo plazo creemos que se reflejará en rentabilidades muy por encima del mercado para nuestros partícipes, incluyendo a los empleados de **Azvalor** como primer inversor en este fondo. Los cuatro Managers del fondo también invierten su patrimonio personal en sus carteras respectivas, alineando de esa forma sus intereses con los inversores (*Skin in the Game*).

Gracias por su atención,

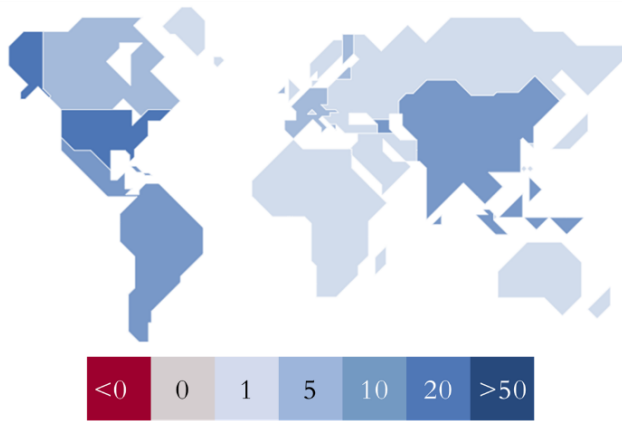
**Javier Sáenz de Cenzano**

## ANEXO

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

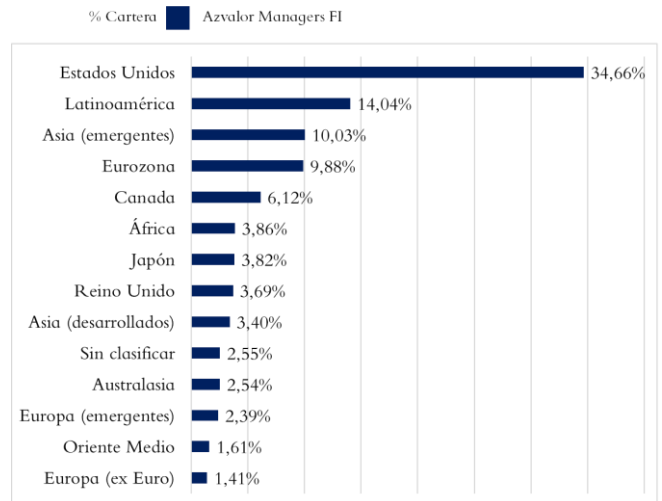
### MAPA GLOBAL SEGÚN INGRESOS DE LAS COMPAÑÍAS

30/06/2019 | Azvalor Managers FI



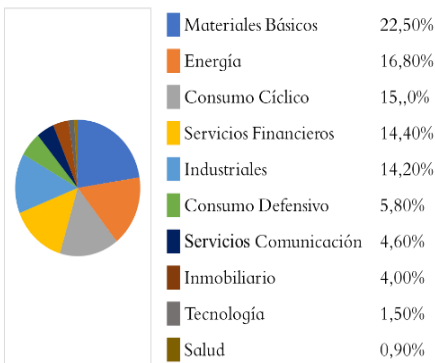
### EXPOSICIÓN SEGÚN INGRESOS DE LAS COMPAÑÍAS

30/06/2019 | Azvalor Managers FI

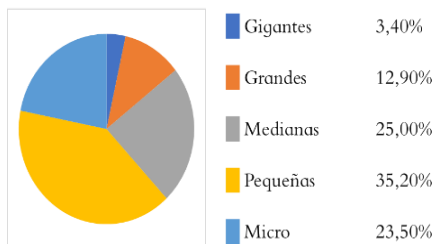


Nota: el gráfico muestra la exposición regional del fondo (%) según lugar de generación de los ingresos de las compañías en cartera.

### EXPOSICIÓN SECTORIAL



### EXPOSICIÓN POR TAMAÑO DE COMPAÑÍA



### TOP 10 COMPAÑÍAS

Compañía	Peso en Cartera%
Aimia Inc	6,23%
Nutrien Ltd	2,97%
Revlon Inc A	2,67%
Spectrum Brands Holdings Inc	2,25%
International Game Technology PLC	2,20%
BR Properties SA	2,17%
Standard Chartered PLC	2,08%
KT Corp ADR	2,02%
Jefferies Financial Group Inc	1,89%
Clear Media Ltd	1,82%

Nota: excluye liquidez. Fuente Morningstar, a 4 de Julio 2019.