

30 de noviembre de 2021

Estimado coinversor:

Azvalor Managers cumple este mes los tres primeros años de vida, y actualmente cuenta con más de 500 partícipes y más de 40 millones de euros bajo gestión. **Agradecemos a todos los inversores su confianza en el fondo**, la cual ha hecho posible su consolidación.

Desde la última nota en septiembre, el fondo ha tenido una importante revalorización, en línea con la ya generada en la primera parte del año, dejando la rentabilidad desde lanzamiento a finales de 2018 en un +34,22% (datos a último valor liquidativo, de 25 de noviembre de 2021). Más allá de la rentabilidad reciente, lo relevante es **en qué punto se encuentra la cartera en términos de valoración** y, por tanto, cuáles son las expectativas de rentabilidad para los próximos años. Antes de responder a esta pregunta hay que tener en cuenta varios puntos relativos al desarrollo reciente de la cartera:

- En muchas compañías invertidas, la reciente subida en el precio de cotización ha ido acompañada de un **crecimiento significativo de los beneficios y flujos de caja**, luego sus múltiplos de valoración siguen en un punto muy atractivo.
- En otros casos, los Managers **han vendido compañías que han subido mucho y donde el valor ya ha a florado**, utilizando esas ventas para financiar nuevas oportunidades en las que todavía existe un fuerte descuento frente a su valor justo. De esta forma los Managers tienen la cartera en continuo proceso de “rotación”, para mantener su recorrido a futuro.
- Por último, **un buen número de compañías en cartera ha sido objeto de procesos de adquisición (OPAs)**, a precios muy superiores a nuestro coste medio, y ese capital se redirige hacia compañías donde el precio está aún lejos de su valor, enfatizando de nuevo el proceso de rotación de la cartera descrito en el anterior punto.

Estos factores hacen que los ratios de valoración del fondo sigan reflejando **más de un 50% de descuento frente al mercado global de acciones**. En este sentido, según datos de Morningstar, **Azvalor Managers cotiza a 9,26 veces beneficios** (índice a 18,16 veces) y **1,08 veces valor en libros** (índice a 2,63 veces). Por poner estas cifras en el contexto histórico del fondo, a continuación se indican los ratios que tenía el fondo a cierre de años anteriores:

	ACTUAL	2020	2019	2018
Precio / Beneficios (TTM)	9,26	9,97	10,97	9,32
Precio / Valor en Libros	1,08	0,8	0,77	0,81

Fuente: Morningstar

Como se puede observar, el Precio/Valor en Libros es en la actualidad ligeramente superior a períodos anteriores pero, sin embargo, el Precio/Beneficios está en un nivel similar, o incluso ligeramente inferior. Aunque, lógicamente, esta es una forma muy básica de mirar de forma agregada la valoración de las compañías que hay en cartera, sí pensamos que **refleja el fuerte descuento al que aún cotizan**.

No hay que olvidar que en muchos casos son compañías cuyo precio en bolsa ha estado **tremendamente penalizado en los últimos cinco o diez años**. Una cifra ilustrativa en relación con esto: las compañías actualmente en cartera cotizan de media un 47% por debajo de los máximos que habían alcanzado en algún momento de los últimos 10 años. **Las recientes subidas sólo son una recuperación parcial de lo que los Managers estiman que es su valor justo y, por tanto, su recorrido es muy importante aún**. Resumiendo, pensamos que la cartera ofrece margen de seguridad para conseguir buenas rentabilidades y batir al mercado en los próximos años, siempre con un horizonte a largo plazo.

Por otro lado, ¿cómo encuentran los Managers oportunidades tan infravaloradas como estas, en un mercado donde algunos índices están en niveles máximos de valoraciones? La principal razón es que realizan análisis en **compañías habitualmente desconocidas** (75% de la cartera en compañías pequeñas y *microcaps*) y **en áreas que no están de moda, yendo a contracorriente del mercado**, con procesos de inversión probados durante décadas. En un entorno en el que la divergencia de valoración entre lo caro y lo barato sigue en el extremo (ver gráfico abajo), esta nos parece la manera más prudente de enfocar una inversión a largo plazo. La última vez que se produjo este fenómeno (a finales de los años 90) supuso **el principio de un período de varios años del estilo Value batiendo al mercado**.

VALUE IS EXTREMELY CHEAP

Relative valuation of U.S. Value vs. U.S. Growth is at or near historical lows



As of 9/30/21 | Source: GMO

Composite Valuation Measure is composed of price/sales, prices/gross profit, price/book, and price/economic book

Tratamos el fondo como si fuese nuestro propio capital porque, de hecho, lo es. Nuestro compromiso con Azvalor Managers se refleja en que el equipo de Azvalor y sus familiares somos, en conjunto, un inversor ancla del fondo con un 18% de los activos.

Por último, le dejamos un [artículo que Expansión dedicaba recientemente a Azvalor Managers](#), por si fuese de su interés. Nos despedimos, agradeciéndoles de nuevo su confianza y emplazándoles a ponerse en contacto con nuestro equipo de Relación con Inversores 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.



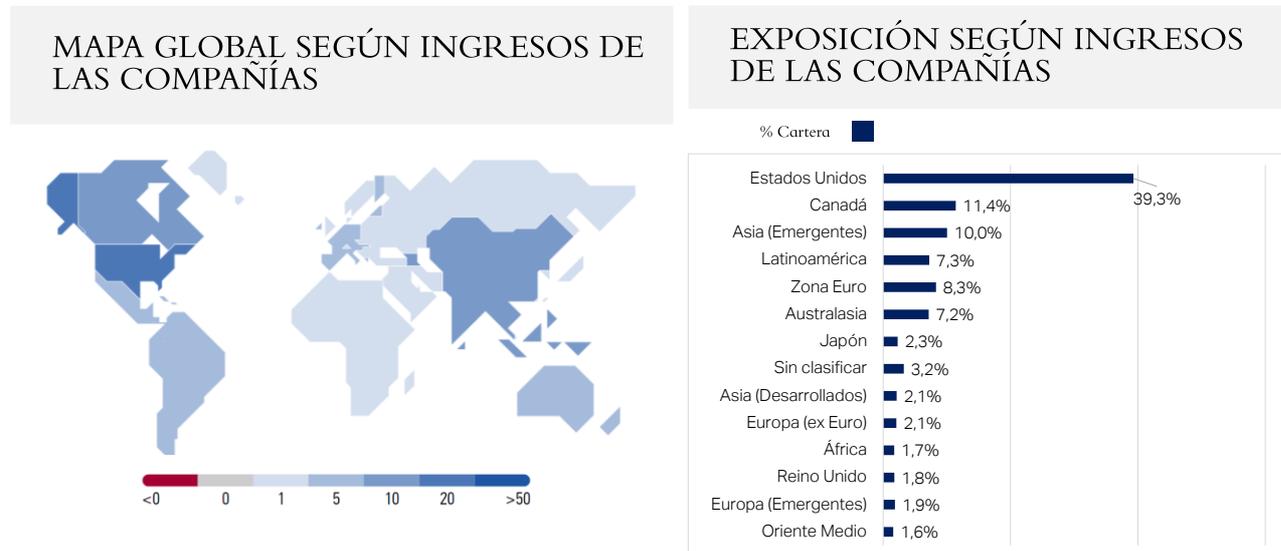
Firma fundada en 2015 por Leigh R. Goehring y Adam A. Rozencwajg, que está especializada en la inversión en compañías relacionadas con los recursos naturales. Leigh comenzó a gestionar fondos en este segmento en 1991, primero en Prudential Jennison, y desde 2005 en Chilton, donde trabajó con Adam desde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



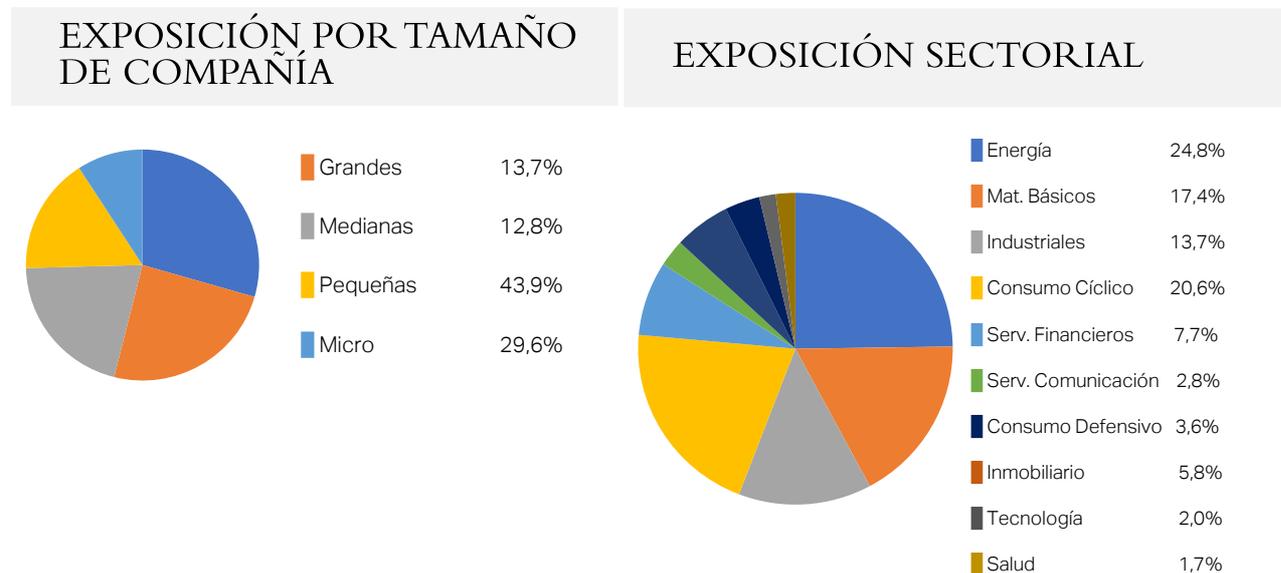
Chris Mittleman es director de inversiones de la firma y cuenta con 30 años de experiencia. Chris fundó la firma junto a sus dos hermanos en 2002. La firma tiene un enfoque de "Private Equity" aplicado al universo de compañías cotizadas, realizando un proceso de análisis muy exhaustivo en cada una de 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 septiembre de 2021.



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